

国泰君安期货·君研海外

海外宏观及大类资产周度报告

国泰君安期货研究所

戴璐 Z0021475

刘雨萱 Z0020476

俞臻洋（联系人） F03131108

孙嘉良（联系人） F03129093

日期：2025年01月12日

CONTENTS

01

周度重点宏观逻辑追踪及FICC观点

- Macro at a Glance
- Thoughts of the Week
- 周度FICC资产观点

02

大类资产周度表现及市场高频数据

- 固定收益 – 海外固收周度表现
- 固定收益 – 美债收益率曲线和信用利差
- 固定收益 – 不同评级信用债相对强弱及欧元区利差
- 固定收益 – 美国国债发行量及一二级市场供需
- 汇率市场 – 主要汇率周度表现
- 汇率市场 – 主要国家国债收益率与美债利差走势
- 汇率市场 – 中国货币政策框架演进
- 汇率市场 – 人民币汇率月频指标
- 汇率市场 – 人民币汇率高频指标
- 大宗商品 – 主要大宗商品周度表现
- 大宗商品 – 主要大宗商品比价及产业链相对强弱
- 海外权益 – 全球主要指数及美股各行业周度表现
- 海外权益 – 周度美股风格表现、估值及盈利追踪
- 海外权益 – 盈利周期定位 – EPS季度同比趋势
- 海外权益 – 波动率与风险情绪指标
- 海外权益 – 美股量化因子表现追踪
- 加密货币 – 加密货币及相关衍生资产
- 资金流量 – 主要大类资产ETF资金流量追踪
- BOJ后YCC时代 – 日元Carry交易体系市场高频数据

03

宏观数据全息图及基本面高频数据

- 实时经济动能 – 实时GDP模型、WEI和板块惊喜指数
- 金融条件 – 央行资产负债表及金融条件指数
- 财政支出 – 美国联邦政府支出明细及债务占GDP比重
- 就业市场 – 美国就业市场周频、月频追踪
- 通胀 – 通胀拆分、核心驱动及通胀预期
- 消费需求 – 美国消费数据周频、月频追踪
- 消费需求 – 收入端：个人收入、工资收入和储蓄
- 消费需求 – 负债端：家庭资产负债表、负债率、逾期率
- 周期定位 – 工业、制造业及库存周期性指标
- 周期定位 – 美国零售商分品种库存
- 信贷周期 – 信贷总量同比、估值和信用市场高频追踪
- 交通物流 – 航空、供应链指数、卡车和航运
- 大宗商品 – 宏观商品高频
- 房地产市场 – 美国房地产权益市场和信用利差
- 房地产市场 – 美国商业地产
- Eurozone – 欧元区经济数据
- Beige Book Takeaways

周度重点宏观逻辑追踪 及FICC观点

01

Macro at a Glance

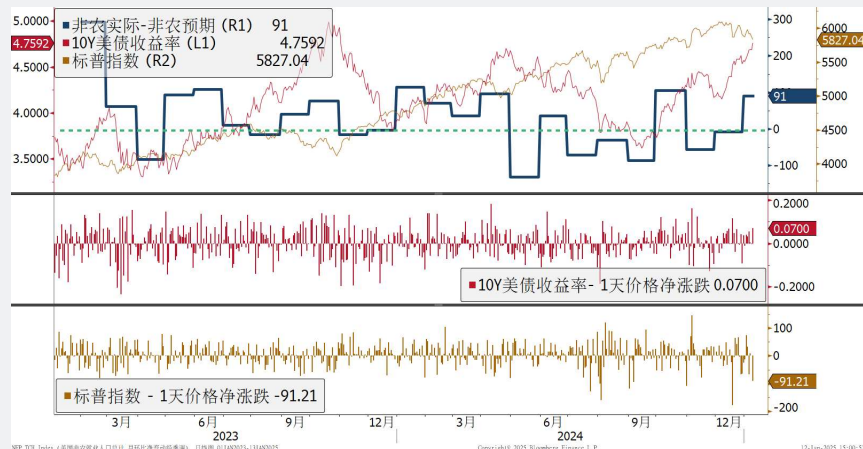
非农数据大幅好于预期，失业率回落，职位空缺反弹，中小企业雇佣计划回升

- ◆ 上周五公布的非农月增25.6万，大幅好于预期16.5万，失业率回落至4.1%。同时，11月职位空缺数回升至809万，12月中小企业雇佣计划亦持续回升。披露的就业数据整体好于预期，为当下美国经济尤其是2024年年底的经济韧性进一步提供注脚，1月美联储降息概率进一步回落，期权市场甚至计价今年年底升息概率。近期美联储官员和会议纪要基本指向对降息节奏放缓、对通胀前景谨慎的态度。
- ◆ 从分项看，12月非农中零售贸易和运输仓储大幅增加，具有一定假期因素，及贸易行为前置；医疗保健和社会援助增加7万人为最大贡献贡献项；休闲餐旅服务增加4.3万。制造业减员1.3万，耐用品制造业减员1.6万拖累较大。
- ◆ 我们在上期报告中提示本周就业数据偏强概率更高。非农数据出台后美元指数和美债收益率继续上行，曲线继续驱陡。从日度资产反应看，非农超预期对10年期美债利率日度上行影响相对有限，主要由于前期长端美债前期对于经济韧性和通胀预期抬升已有计价，也可能预示后续经济数据对利率影响的钝化或反向超预期可能。数据对于美股日度负面冲击明显，高估值下美股波动率提升。

零售贸易、运输仓储和医疗保健为本次非农贡献项，耐用品制造业减员



非农月增超出预期9万人，但美债单日反映相对温和显示市场已有计价



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Macro at a Glance

特朗普关税政策不确定“左右”市场情绪——1月6日华盛顿邮报“虚晃一枪”，称关税政策缩水

- ◆ 本周美媒接连曝出两则特朗普关税政策消息，引发全球资产剧烈波动。在 Trump 2.0关税正式落地之前，前方政策不确定性预计将持续左右市场情绪。
- ◆ 1月6日，华盛顿邮报“虚晃一枪”称特朗普关税计划缩水：北京时间周一晚，华盛顿邮报在名为 Trump aids ready “universal” tariff plans – with one key change 一文中称三位知情人士透露特朗普和一些领袖成员们正在探讨一项使用于所有国家，但仅仅针对部分与国防和经济安全相关的关键进口商品关税计划。根据华盛顿邮报的消息，初步讨论的关税条款基本上是围绕着此届特朗普政府想要促进回流的产业，如国防工业供应链中的钢、铁、铝、铜，关键医疗设备，以及能源生产方面的电池、稀土矿和光伏面板。
- ◆ 相比竞选期间称对来自全球所有进口商品征收高达10%-20%的普遍关税，这一关税计划力度显然不及预期。受到这一消息的影响，美元指数短线下跌0.84%，最低跌至107.77，非美货币相得到提升空间：离岸人民币同时段上涨0.51%，最高升至7.31点位。标普500期货、欧洲STOXX50、DAX以及CAC40短时段内涨幅扩大。
- ◆ 随后特朗普在其社交媒体上发推文表示华盛顿邮报所称的关税缩减相关的匿名消息并不属实，是一条假新闻。在特朗普证实消息有误之后，美元指数反弹至108以上，随后在108.1-108.4区间震荡。

特朗普在华盛顿邮报发文后于社交媒体上宣称传闻不属实



消息发布后，美元指数短线下跌0.84%，最低跌至107.77，消息证伪后反弹



资料来源：Bloomberg, Truth Social, 国泰君安期货研究

Macro at a Glance

特朗普关税政策不确定“左右”市场情绪——特朗普考虑宣布“国家紧急状态”以推行关税

- ◆ 1月8日 CNN称特朗普及其团队正在考虑（仍未决定）宣布国家经济紧急状态，后续援引《国际经济紧急权力法》（IEEPA）制定新关税计划的可能性增加。
- ◆ IEEPA可以作为未来特朗普实施关税的潜在法律依据：尽管IEEPA未明确地指出总统可以采取关税措施，且美国历史上尚未有总统正式使用IEEPA征收关税（该法律在历史上多使用在人权与国土安全问题）。但根据该法，总统可以用“调查、规制或禁止”包括进口贸易在内的交易，且无需进行类似“301”调查，一旦援引关税落地时间则将比使用301、201、232条款更早。
- ◆ IEEPA的在关税上的使用仍需要国会把关：1) 国会可以通过联合决议终止总统宣布的紧急状态。联合决议需要在参议院和众议院获得多数票通过。2) 国会也可直接修改IEEPA。在第116届国会期间，多名国会议员在特朗普对墨宣称高额灌水后，就曾提出了相关法案以限制IEEPA在关税方面的使用。
- ◆ 特朗普仅将IEEPA作为“谈判筹码”的可能性尚存：特朗普上一届任期中曾宣布计划通过 IEEPA 来对墨西哥征收关税，直到墨西哥采取行动缓解非法移民危机。由于双方达成了“留在墨西哥”移民协议，特朗普最终宣布不向墨征收关税。
- ◆ CNN的报道引发市场对于特朗普关税的恐慌：美元指数短线冲高，盘中突破109关口，最高到达109.31点位，美国10年期国债收益率涨幅扩大。非美货币纷纷大跌：英镑一度跌超1%，创下自2024年4月以来的新低。离岸汇率则下跌近200点。美国三大股指期货以及欧洲股市全线走跌。

IEEPA在关税上的使用仍需国会审议，国会可通过联合决议终止“紧急状态”

[打印] [打印所选内容]

50 USC 1622: 国家紧急状态
文本包含 2025 年 1 月 9 日生效的法律

来自第 50 篇 - 战争和国防
第 34 章 国家紧急状态
分章 II - 未来国家紧急状态的声明

跳转到:
[来源信用](#)
[杂项](#)
[修订](#)

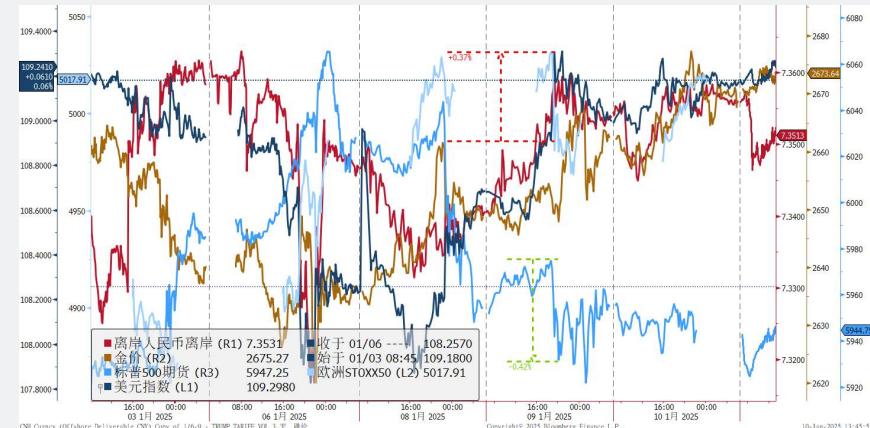
§1622.国家紧急状态

(a) 终止方法

总统根据本分章宣布的任何国家紧急状态，如果出现以下情况，应终止：

- (1) [已颁布终止紧急状态的联合决议成为法律](#)；或
- (2) 总统发布公告终止紧急状态。

CNN报道后，美元指数短线冲高，盘中突破109关口，最高达到109.31点位



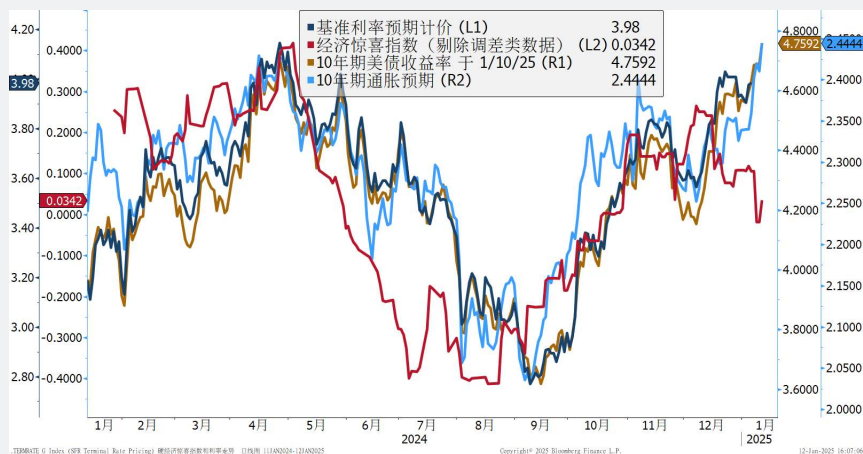
资料来源：Bloomberg, Congressional Research Service, USCODE, 国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

美联储转鹰、经济数据好、关税风险和通胀预期，美债市场当下更关注什么？在交易什么？

- ◆ 近期，美债收益率连同美元指数同步上行，10年期美债收益率录4.78%，创自2023年11月以来新高，美债曲线继续走陡，10年期与2年期利差自去年12月份以来快速走阔至42bps，2024年年初利差倒挂在-50bps附近。
- ◆ 从驱动上看，大选前后“特朗普2.0”交易背后的内政外部政策的冲击，叠加美国经济数据韧性，以及美联储清晰转鹰——近期从美联储官员和会议纪要中明显传递出放缓降息和对通胀前景的谨慎，最后也有近期能源价格的反弹对通胀预期直接的传导。简而言之，近期美债利率上行的驱动是多方面的。这意味着展望前方不管是美国固收策略还是宏观大类资产，需要摘出美债驱动的核心逻辑。
- ◆ 我们认为：货币政策转鹰（体现为SFR利率计价）+美国经济韧性（体现为硬数据经济惊喜指数）是最为核心的驱动，而这两者之间的因果链又以经济指标更为核心。自9月以来本轮10Y美债收益率的提升，剔除调查类的“硬数据”持续好于预期，带动SFR基准利率计价从低位反弹。12月后经济惊喜指数回落但美债依旧上行，原油价格上行带来的通胀预期反弹这一“次要因素”成为短期作用力。

10Y美债利率反弹受硬数据惊喜指数影响，但1月后更通胀预期抬升影响



2025年年底和1年远期USD OIS利率近期持续走强，降息空间降为1-2次



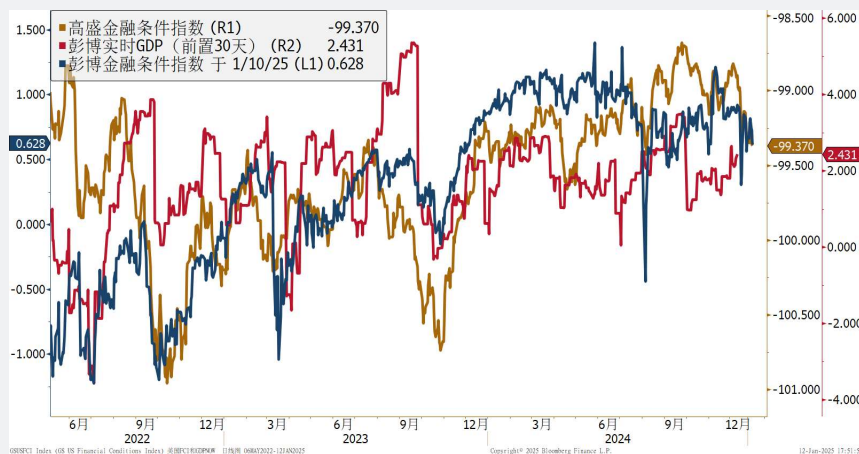
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

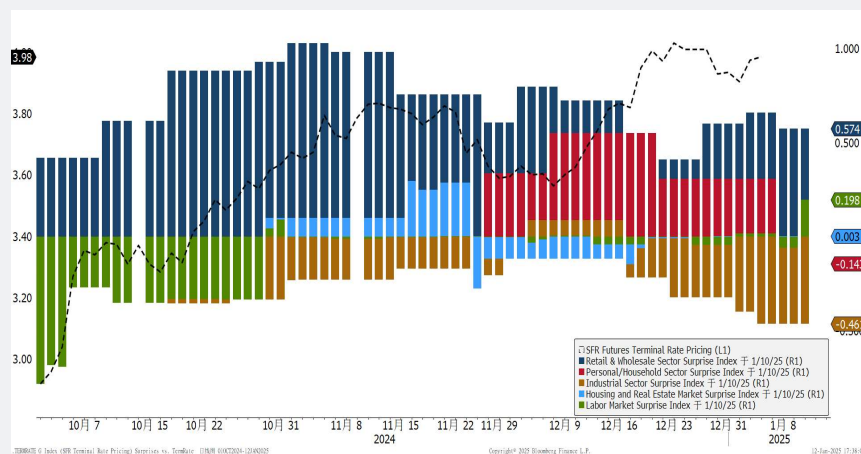
经济惊喜指数能否再度拉涨？原油和关税焦虑带来的通胀预期上行能否持续？

- ◆ 当我们锚定出的主要矛盾是“1) 经济数据超预期；2) 联储转鹰。那么当下是应该以持续看空美债，还是择机配置长债的方式？
- ◆ 我们倾向于在中期（1Q时间范畴）择机多配长债，或权重适度从超短期美债转移至长端。但仍需耐性等待配置点。
- ◆ 中期逻辑上看，我们发现：1) 彭博or高盛金融条件指数自11月中旬以来皆出现回落，此指标往往领先实时GDP指标约30天左右。2) 硬经济数据（剔除调差类）指标近期事实有所回落，其中工业、制造业板块是主要拖累，就业和零售维持韧性，但整体看数据好预期的概率下行，且数据对利率上行的驱动开始变得钝化。基于此，我们认为长端利率进一步上行的驱动并不稳定。
- ◆ 导致联储鹰派的另一条逻辑链条——对通胀的谨慎更像“警示”而非事实，首先从关税怎么加、减税如何做等方面首先并不清晰，其次关税对美国通胀定价（通胀预期）短期影响较大，但中长期的影响（真实数据）并不确定，如2018-2019年关税提升与通胀下行并存。
- ◆ 近期原油受地缘方面的供给端因素影响，确实成为自1月份以来通胀预期的较大贡献项，短期看10Y美债利率拐点依赖于油价拐点。

10Y美债利率反弹受硬数据惊喜指数影响，但1月后更通胀预期影响



但近期美国经济惊喜指数整体边际回落，工业相关拖累程度加大



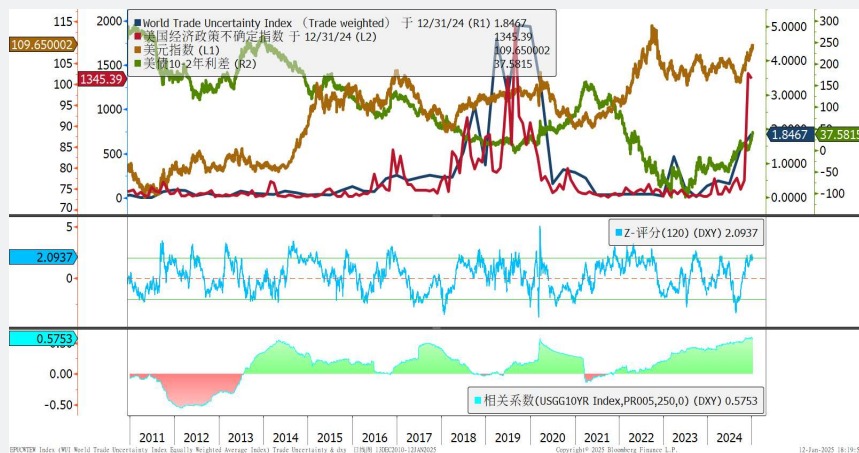
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

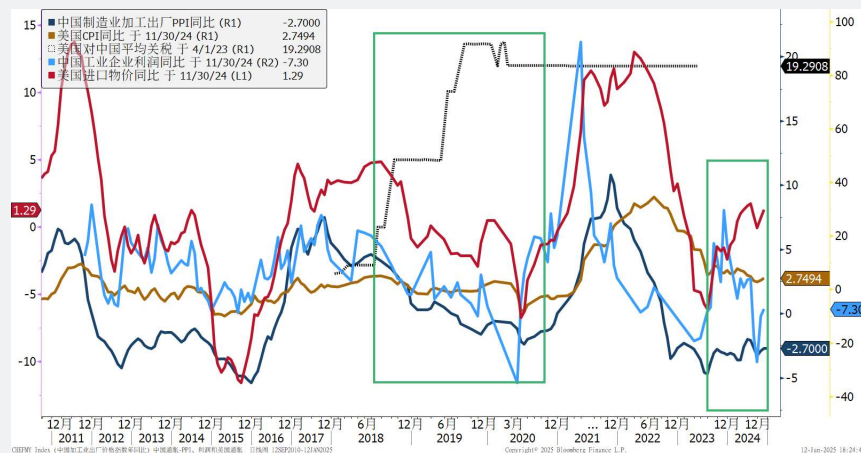
美元、美债 VS 贸易战——警惕对2018-2019的错误路径依赖

- ◆ 上周关税传闻频繁的扰动，为我们提供了当前背景下大类资产对关税反映的“关键样本”。当市场计价关税较预期更温和，倾向于美元回落、美债收益率回落、风险资产上行，反之亦然。其中与我们前期预判有误差主要在美债市场。我们发现2018-2019表达贸易战是“美元走强+利率回落+美债曲线走平”，而2025年则是“美元走强+利率走强+美债曲线走陡”。这意味对于当下美债市场相较于2018-2019年而言，目前更担心关税对通胀的冲击（表达为通胀预期推升美债利率上行），而不是关税对增长的冲击（2018-2019年表达为期限溢价回落带动美债风险平衡配置需求），同时关税对美国影响是通胀而对中国是通缩。
- ◆ 这意味着，做陡美债曲线交易较我们之前预期更早启动。当前10-2年美债利差已经触及40bps以上。也意味着如果前方美国关税政策鹰派程度证实或超预期，长端美债难以成为避险港湾，或呈现股债同步下跌，并使得股债波动率同步抬升冲击全球市场。
- ◆ 也正是由于前方关税的不确定，使得短期10Y美债入场仍需观望，最佳环境或是关税明朗+经济惊喜指数稳定或下行+原油回落。

2018-2019贸易战时期，美元走强但美债利率震荡下行，长短利差持续走平



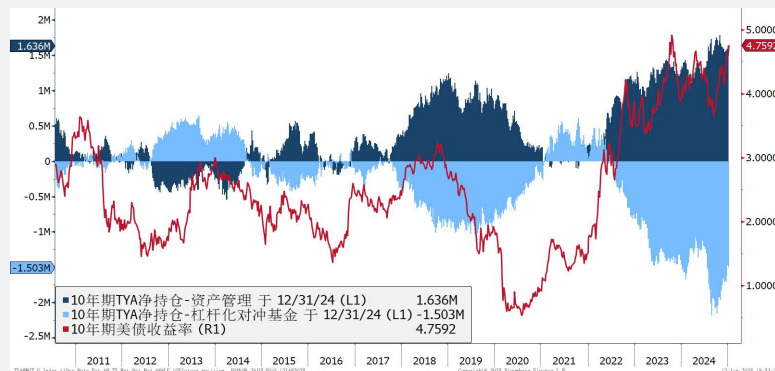
2018-2019关税提升但中美通胀指标下行，2025年通胀预期弹性更大



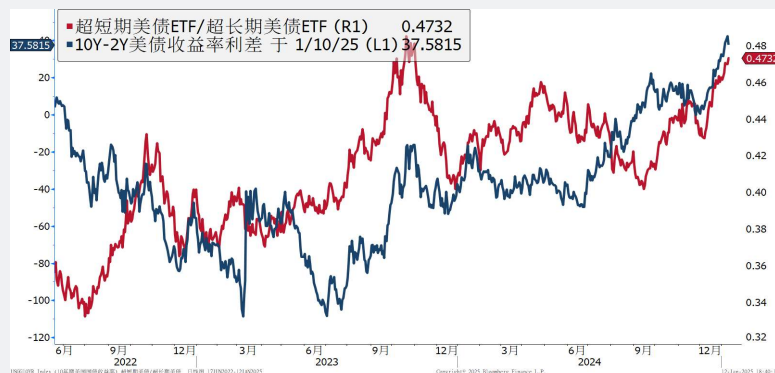
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

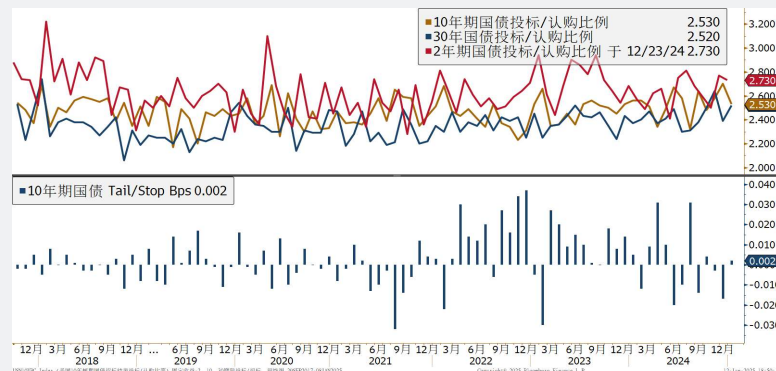
对冲基金近期持续减少对10年期美债期货的非商业净空头持仓



近期仍旧应以超配超短期美债为主，但1Q应准备向超长期增加权重



美债发行问题？目前从投标/中标比例，以及10年期发债利差偏差度来看，不构成供需失衡风险



2024一季度再现？商品在利率抬升环境下具有防御性，叠加供给因素易带来偏强表现，但本轮通胀预期并非来自商品需求周期，商品短期偏强后仍受利率和美元压力，前方商品或与利率拐点或同步



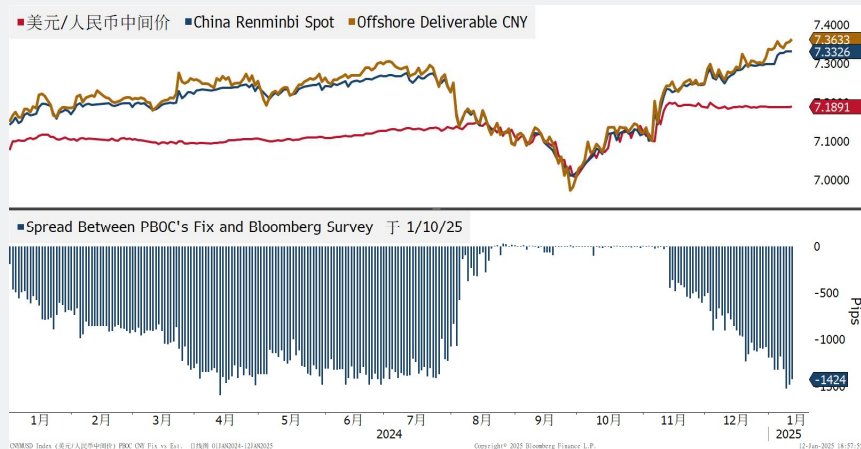
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

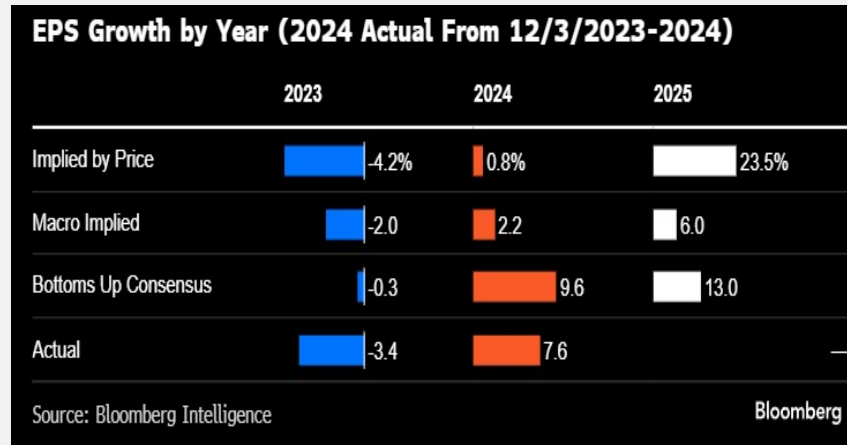
近期央行重心转向汇率掣肘国内货币政策，离岸流动性驱紧，美股本周迎来4Q财报季

- ◆ 近期，受到强美元和未来经贸关系的不确定性影响，以及跨年国内市场疲弱、国债收益率快速下行等因素作用下，在岸人民币对美元突破窄幅波动区间走贬并突破7.30整数关口，一度成为“默许贬值”猜测。但近期央行口径明显转向对人民币汇率的支持。
- ◆ 目前中间价持续维持在7.20强方，离岸人民币流动性收紧。从国内方面看，央行再度调控国债市场，以及近期对国内货币政策和境内流动性投放的克制显示出短期政策的“优先项”在汇率端。但汇率的核心驱动是央行政策触达之外的逻辑，仍建议维持套保比例。
- ◆ 我们强调年报中对1H美股谨慎的观点。特朗普2.0交易后的极高估值使得美股对宏观面的要求极为完美，且对盈利、营收和前瞻指引的要求也更为严苛。宏观方面美国经济数据尚可，但关税冲突、拜登政府对AI 板块限制令等因素为美股尤其是科技板块带来逆风。
- ◆ 而微观方面的“Judging Day”正在靠近。本周美股4季度财报季正式拉开，花旗银行、高盛、摩根大通和富国银行等一众重要银行板块将率先公布财报数据。在高利率、通胀预期提升以及美股波动率提升的背景下，财报数据的Reality Check将是关键的触因。

近中间价持续处在强方，叠加离岸流动性收紧，汇率成为短期“优先项”



2025年美股价格和估值隐含的EPS增长相对宏观和基准预期仍偏高



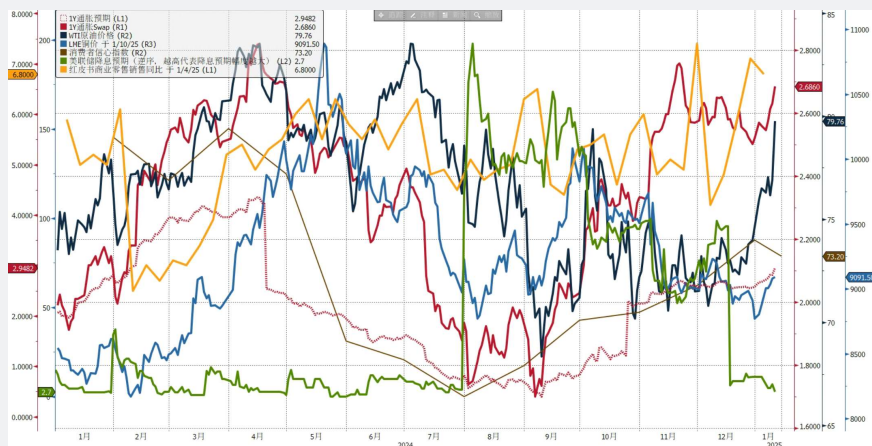
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Thoughts of the Week

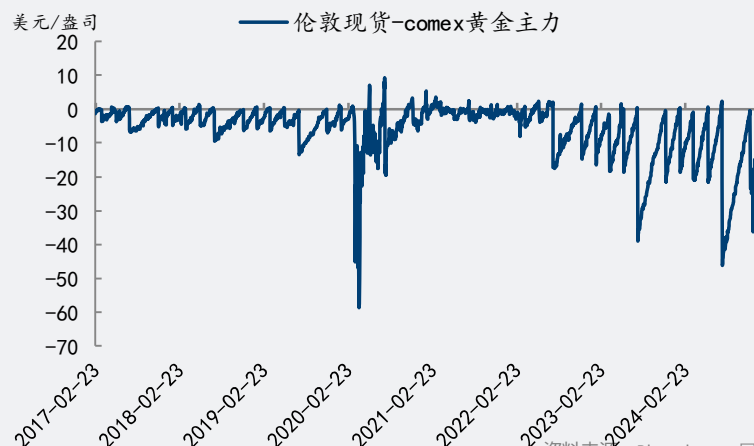
通胀预期回升刺激金价上行，贬值预期助力沪金站回前高位置，关注一季度新高机会

- ◆ 周五晚黄金COMEX黄金重新站上2700美元/盎司以上位置，沪金则再度触及前高639元/克，表现强势。一方面，在美元指数逼近110位置之际，人民币汇率处于7.35上方位置后仍然面临较大的持续贬值压力，主导了沪金的价格上涨。另一方面近期原油价格的飙升使得短端通胀快速上行，对于黄金形成支撑。在这种情况下，黄金无视了美国非农数据大超预期（失业率下滑至4.1%，新增就业回升至25.6万人）给予的压力，即便2025年降息预期已经回落至仅降息1次（CMEWatch最近预测为全年仅6月降息25bp）、10Y美债收益率站上4.75%，黄金价格依旧保持强势，似有复现2024年2月末的情景，只不过商品端拉涨的旗手从彼时具有供给侧逻辑的铜切换为受到制裁的原油。
- ◆ 另外，也需关注COMEX-LME的价差持续拉开，美国关税预期渐强，使得纽约市场逐渐存在溢价，伦敦库存向纽约搬运套利，令LBMA白银库存达到新低。然而，从绝对库存水位来看，COMEX白银库存为10043吨，LBMA 12月库存为25739吨，白银全球可流通显性库存仍超过14000吨，引发真正逼仓的可能性较低。当下我们重申年报中的观点，关注一季度黄金表现，同时关注黄金内外套利的交易机会。

近期短端通胀上行的驱动主要来自原油价格



伦敦现货较纽约期货存在较大贴水



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

周度 FICC 资产观点

资产	周度观点	主要逻辑
美元	0	美国经济韧性+对未来特朗普2.0 政策不确定性和Pro增长的长期计价构成美元中长期偏强逻辑。但短期（日线级别）美元有所超买，美元观点从走强调整为震荡107.5-110区间，但警惕前方特朗普就职后的政策冲击。
美元兑日元	0	日央行12月会议纪要显示多个委员仍为1月份加息的可能性仍旧存在，为近期日元带来一定支撑。关注前方美股波动率传导至日元避险汇率效用呈现。
在岸人民币	1	基于全面刺激政策，中国经济中长期预期层面以出现关键性拐点，但2025年1H关税政策仍是关键变量，前方关税因素概率较高但时间节点模糊，仍建议防御性提升套保比例，择机购汇。
10年期美债收益率	0	期限溢价代表的美国经济韧性带动长端利率上升，FOMC确认了货币政策端向鹰派校准，“通胀焦虑”明显但通胀预期实际有所下行。10Y进一步上行需要新一轮数据推动，短期看继续上行存在阻力。关税政策对美债利率有上行冲击。
2年期美债收益率	0	FOMC后降息预期继续收敛，近期联储官员表态相对偏鹰，市场整体计价1月份跳过降息，若无显著风险及数据走弱，短端利率或相对稳定偏强。10-2Y利差走阔，但短期建议回调后（5-20bps区间）再入场做多，目标60-75bps
伦敦金现	1	黄金本周与美元同涨，尤其是沪金在汇率贬值预期下表现偏强。我们认为未来一周的主旋律将围绕特朗普就任避险以及人民币贬值两条线，沪金继续看强。
工业金属	0	节前备货需求令工业金属价格回至高位，但美元强势的格局之下继续向上形成流畅涨势的驱动略显不足，周度级别看有高位调整的风险。

偏弱

中性

偏强

大类资产周度表现 及市场高频数据

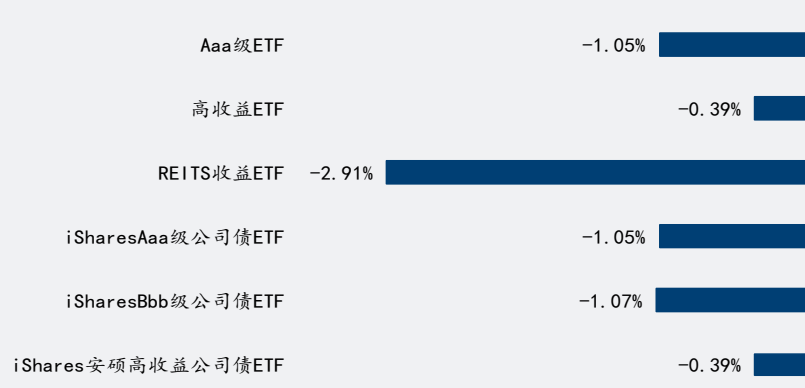
02

固定收益 - 海外固定收益周度表现一览

各期限美债收益率周度变化

美债收益率	2025/1/10	周度变化(bp)
3M美债收益率	4.32	2.58
2年美债收益率	4.38	10.05
10年美债收益率	4.76	16.17
30年美债收益率	4.95	13.59
10年期TIPS收益率	2.31	5.9

美国信用债ETF周度表现



主要发达国债收益率周度变化

DM国债收益率	2025/1/10	周度变化(bp)
10年期德债收益率	2.60	17
10年期英债收益率	4.84	24.5
10年期日债收益率	1.19	10.9
10年期意大利债收益率	3.77	18
10年期西班牙债收益率	3.26	15.7

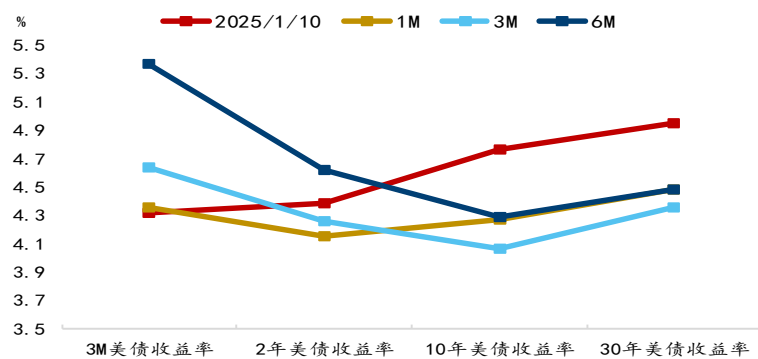
彭博全球国债集合指数



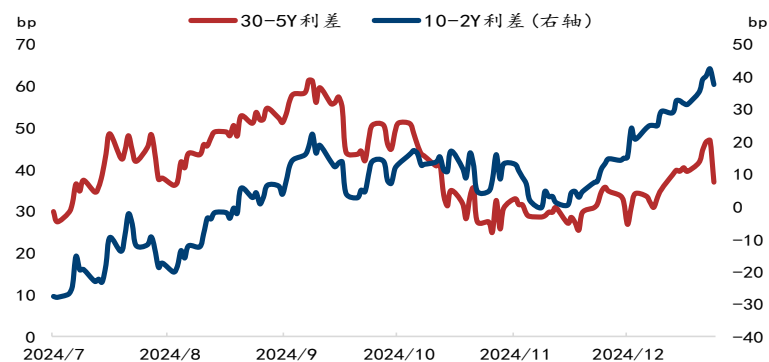
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

固定收益 - 美债收益率曲线和信用利差追踪

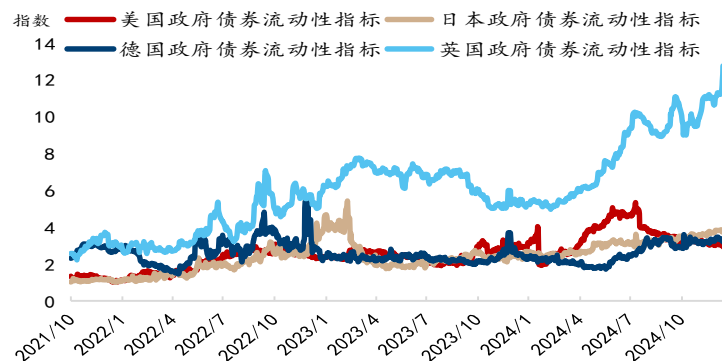
美债收益率曲线1月、3月和6月变化



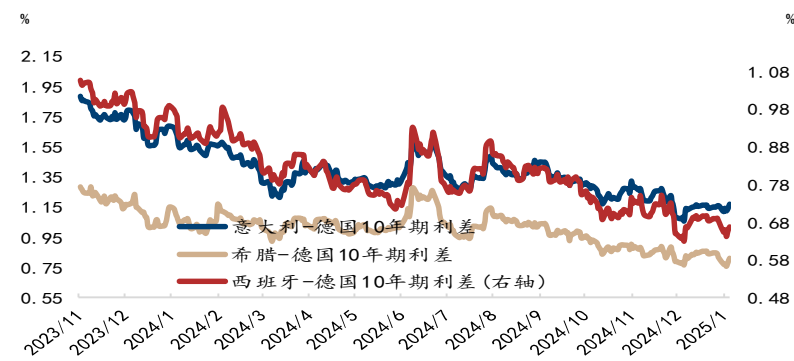
美债收益率长短利差



主要发达国家政府债券流动性指标



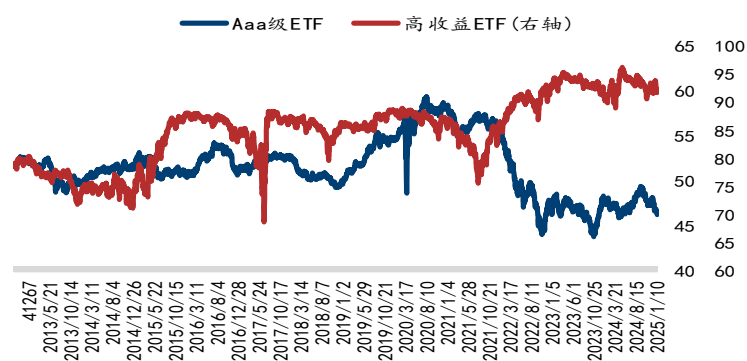
欧元区国债收益率利差



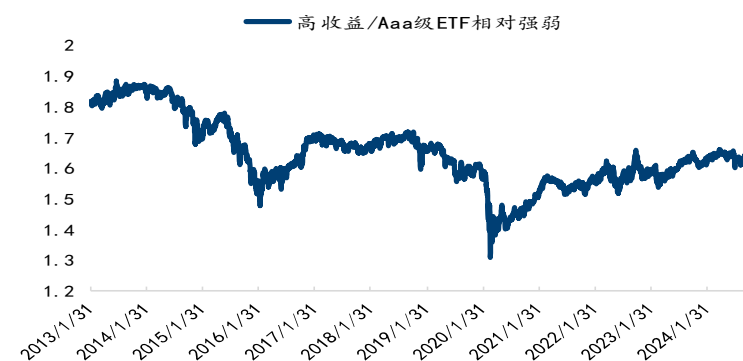
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

固定收益 - 不同评级信用债相对强弱及欧元区国债利差

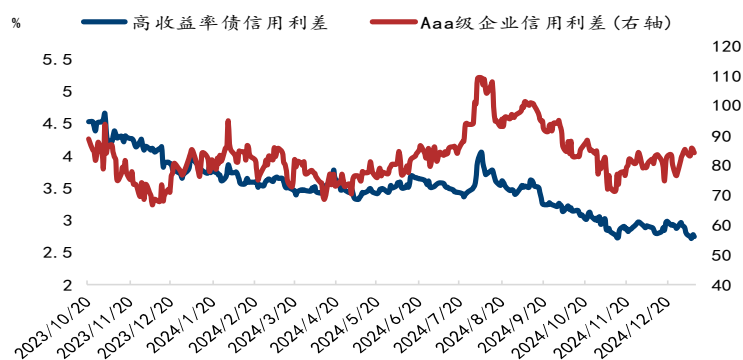
Aaa与高收益信用债ETF



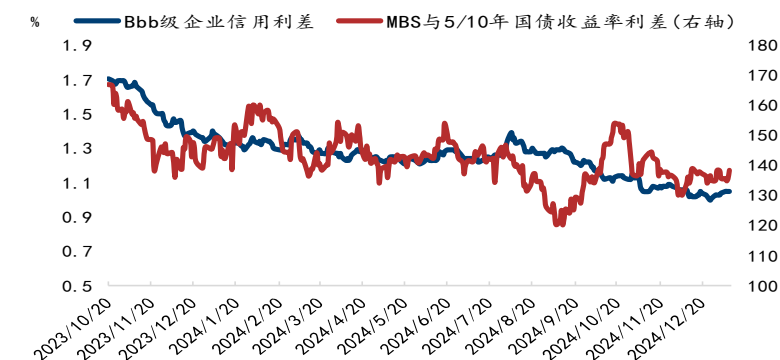
高收益/Aaa级ETF相对强弱



高收益信用债和Aaa级信用债信用利差



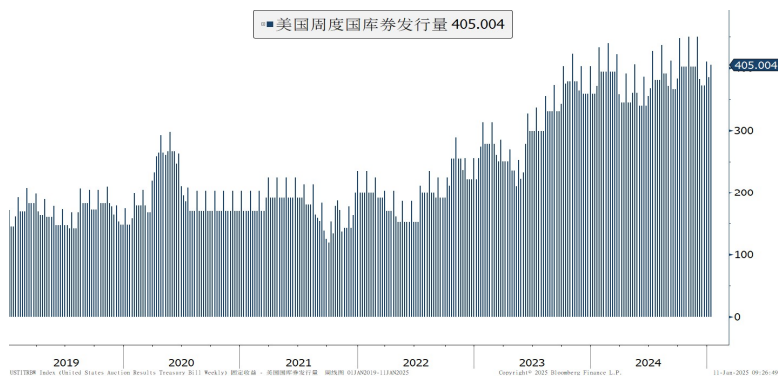
Bbb级信用债和MBS信用利差



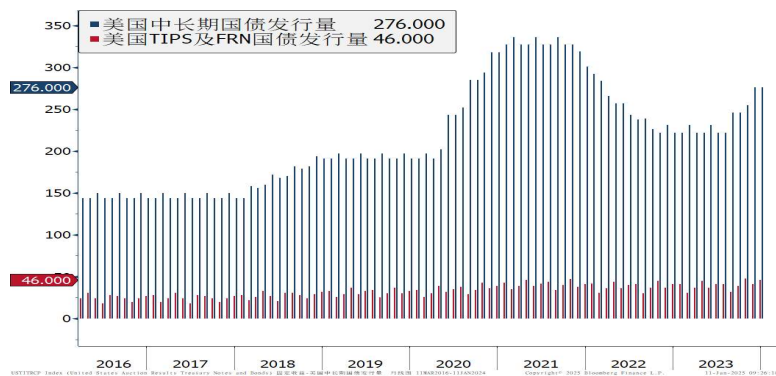
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

固定收益 - 美国国债发行量及一二级市场供需指标

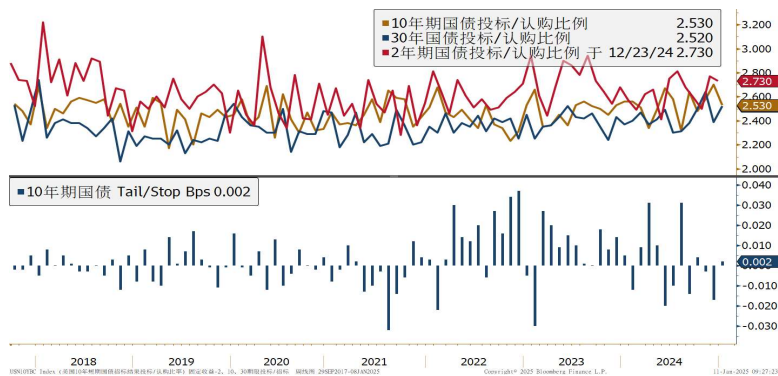
美国短期国库券发行量（周度）



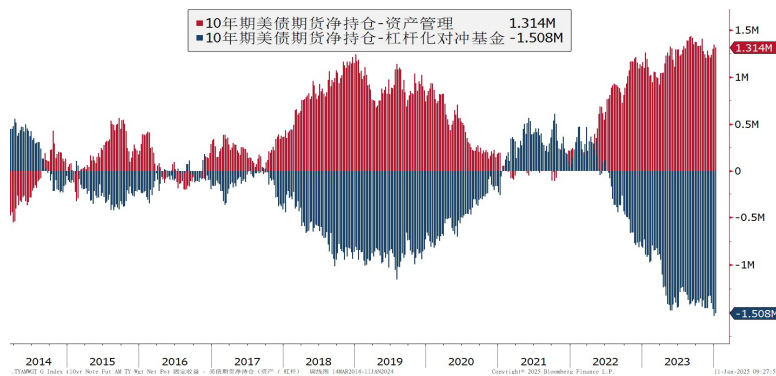
美国中长期国债和FRN及TIPS国债发行量



2、10、30年美国国债投标/认购比例



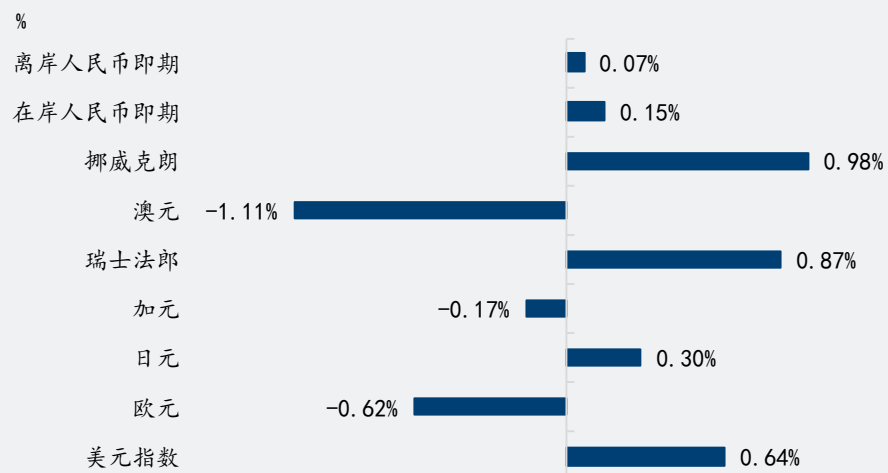
美债期货持仓（资产管理和杠杆性对冲基金）



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场 - 全球主要汇率周度表现一览

主要汇率周度表现



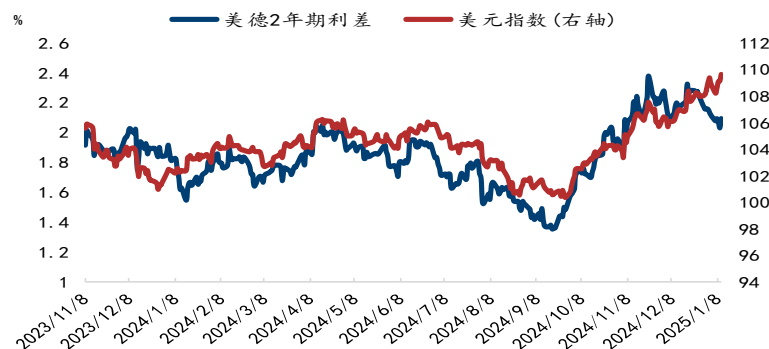
	2025/1/10	周度变化
美元指数	109.6500	0.64%
欧元	1.0244	-0.62%
日元	157.7300	0.30%
加元	1.4423	-0.17%
瑞士法郎	0.9164	0.87%
澳元	0.6147	-1.11%
挪威克朗	11.4758	0.98%
在岸人民币即期	7.3326	0.15%
离岸人民币即期	7.3633	0.07%

汇率市场 - 主要国家国债收益率与美债利差走势

10年期美债与G7国家平均利差



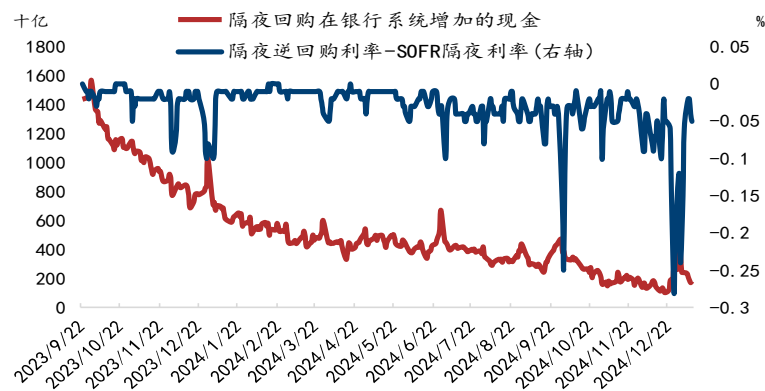
美德2年期国债收益率利差



美德、美日10年期国债收益率利差



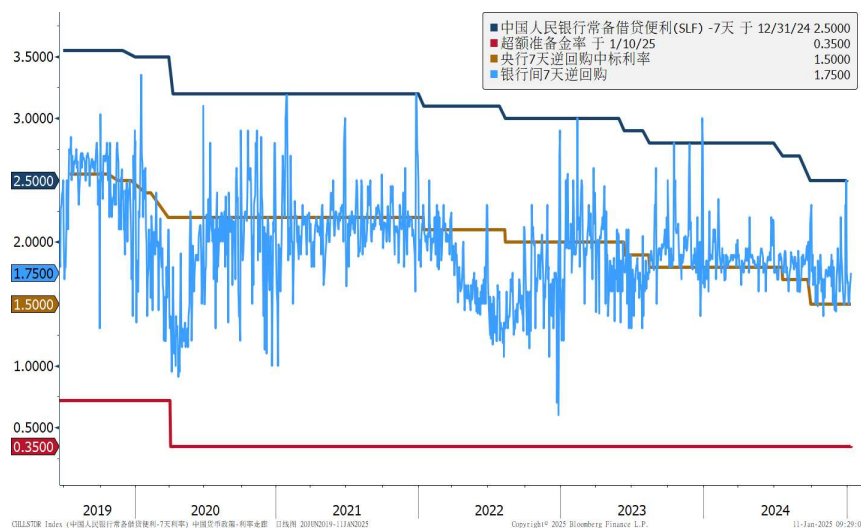
美国隔夜逆回购量及逆回购与SOFR利差



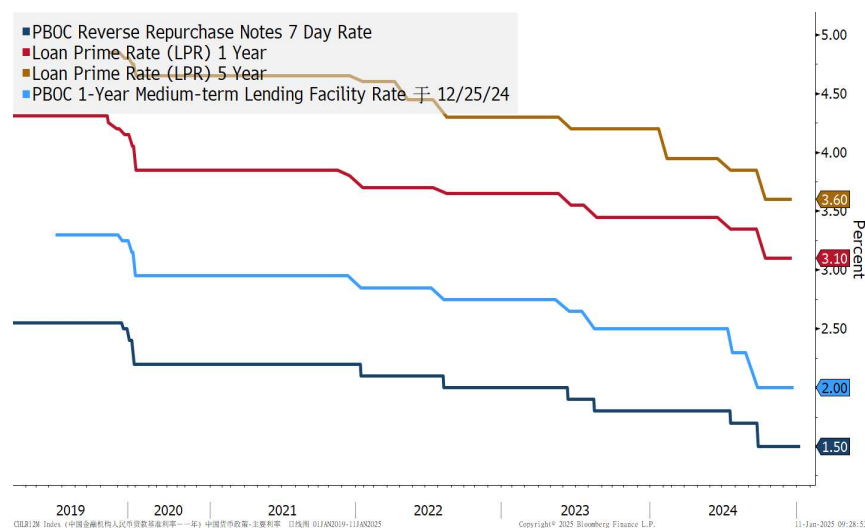
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 – 中国货币政策框架演进

银行间7天逆回购做为“政策利率”，SLF作为顶部、超额储蓄金率作为底部形成中国“利率走廊”，当前区间较宽



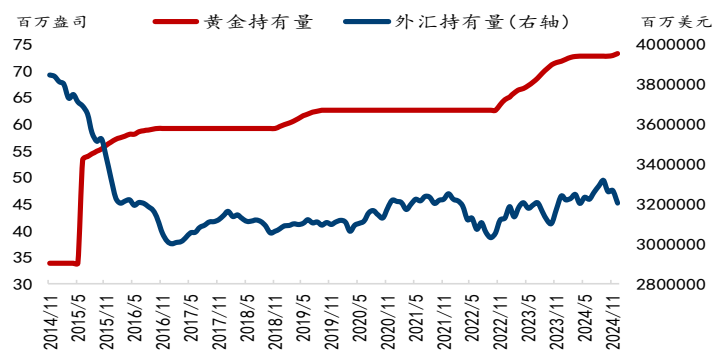
传统工具：中国主要政策利率工具依赖MLF作为政策指引利率



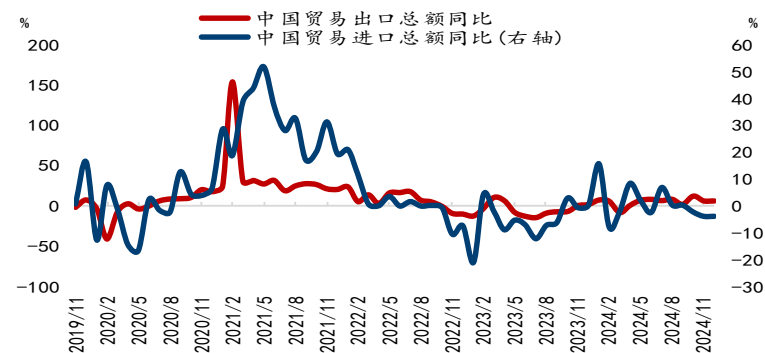
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率月频指标

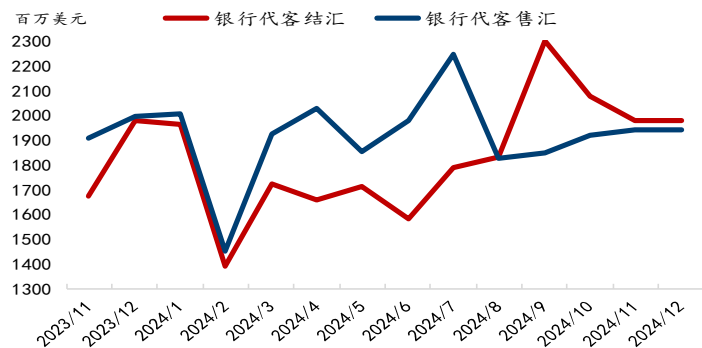
中国央行黄金与外汇储备



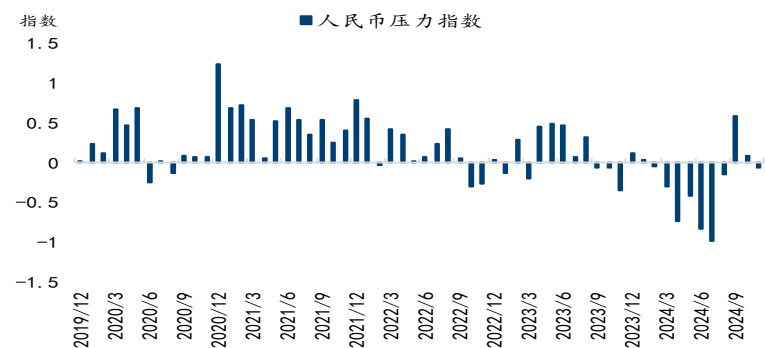
中国进出口同比



银行结售汇



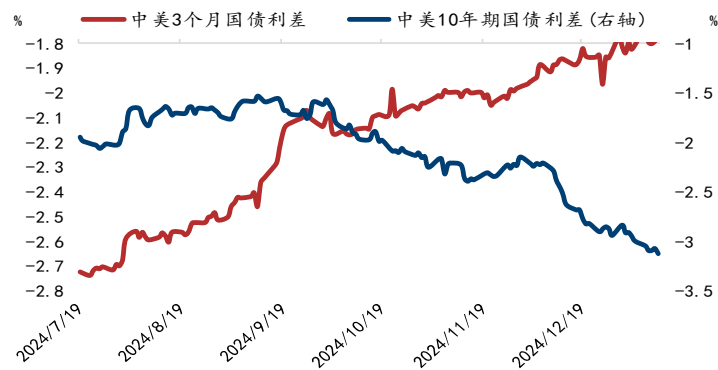
人民币月度压力指数



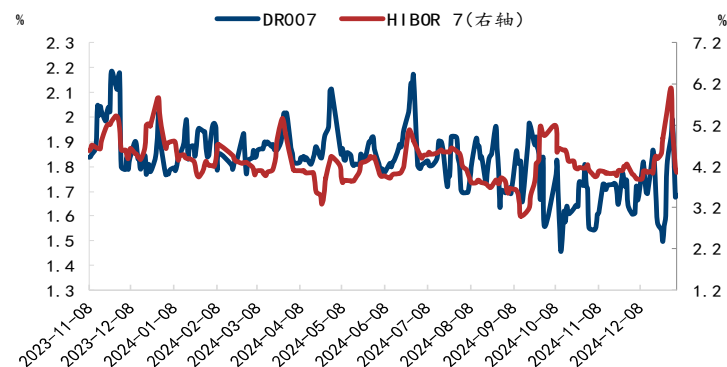
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

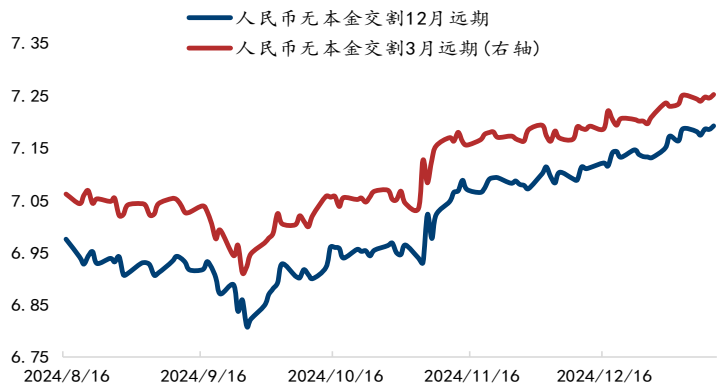
中美10年期、3个月国债收益率利差



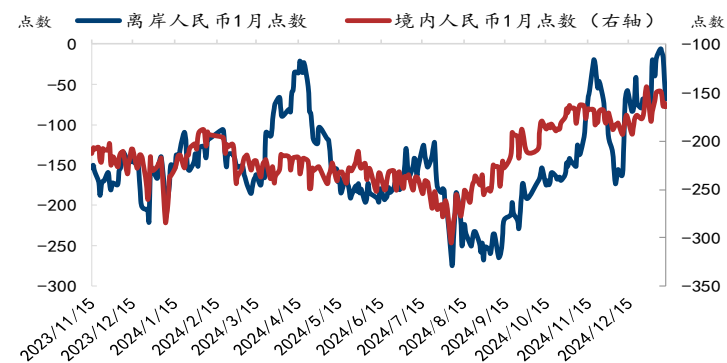
DR007及Hibor7天利率走势



无本金交割人民币远期3月及12月远期



离岸人民币与在岸人民币1个月点数



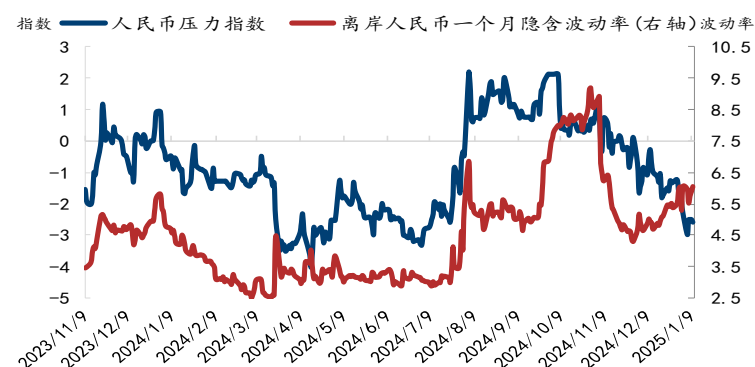
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

汇率市场 - 人民币汇率高频指标

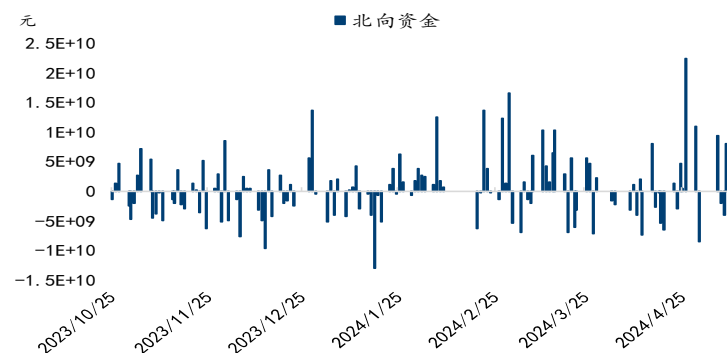
人民币中间价与彭博中间价预期价差



人民币日度压力指标及CNH 1M 隐含波动率



北向资金净流入/出

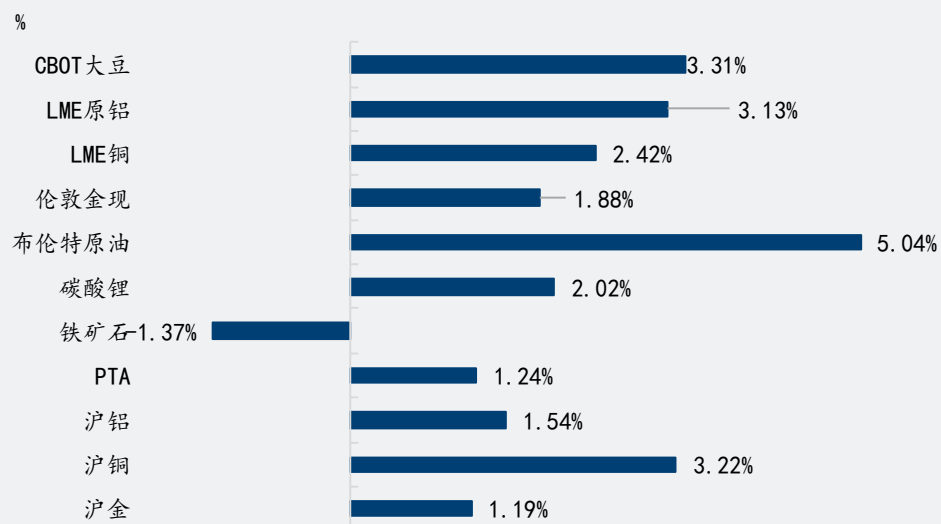


离岸人民币与在岸人民币价差



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 全球主要大宗商品周度表现一览

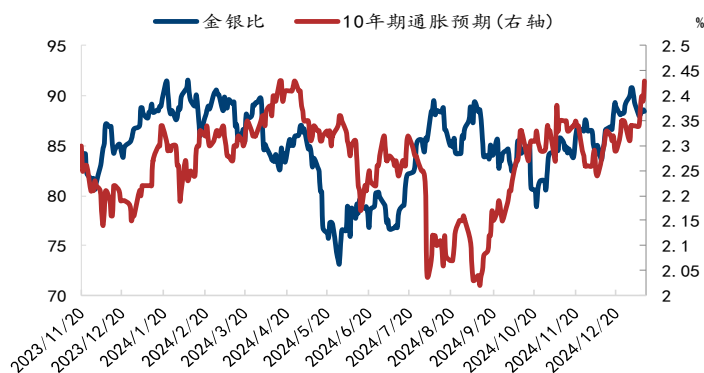


	2025/1/10	周度变化
沪金	635	1.19%
沪铜	75270	3.22%
沪铝	20145	1.54%
PTA	5042	1.24%
铁矿石	754	-1.37%
碳酸锂	77920	2.02%
布伦特原油	80	5.04%
伦敦金现	2690	1.88%
LME铜	9092	2.42%
LME原铝	2572	3.13%
CBOT大豆	1014	3.31%

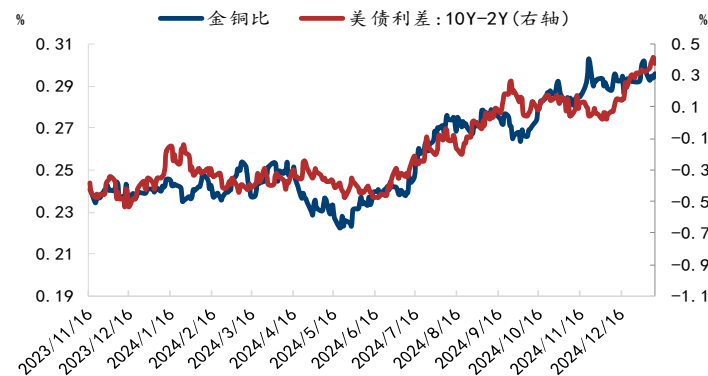
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

大宗商品 - 主要大宗商品比价及产业链相对强弱

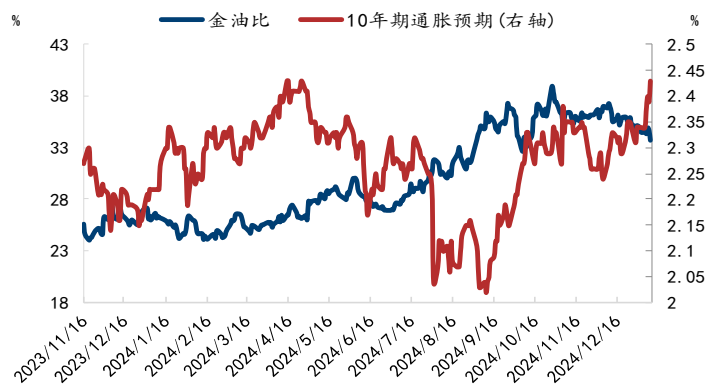
金银比与通胀预期



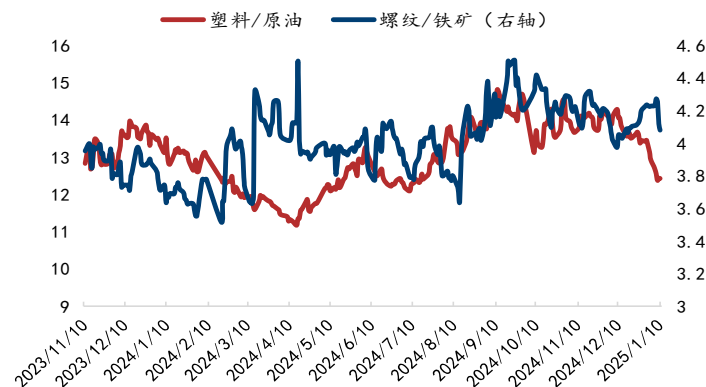
金铜比与美债10-2利差



金油比与通胀预期



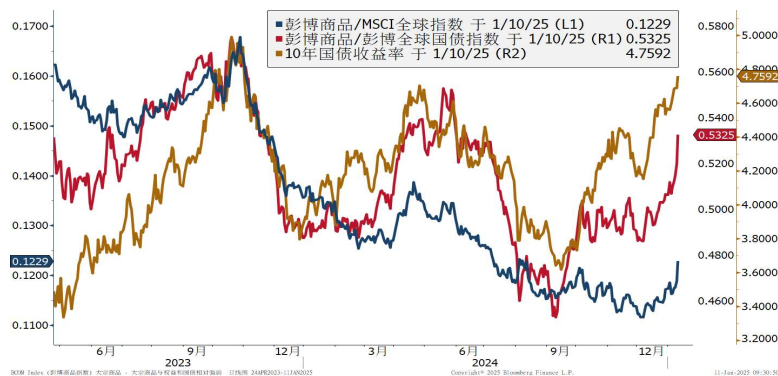
能化及黑色金属产业链下游/上游相对强弱



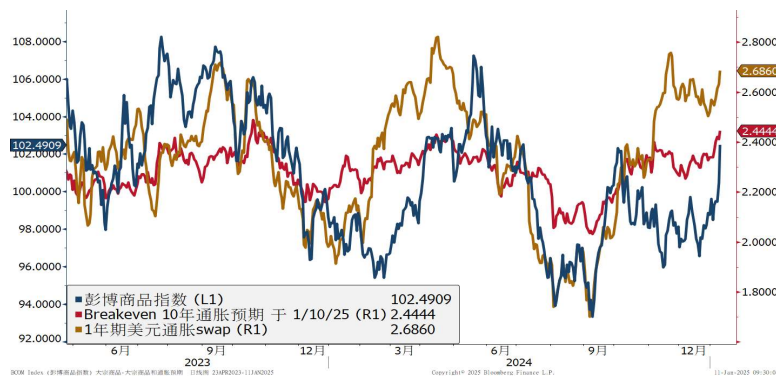
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 大宗商品价格与其在权益、债券市场的映射

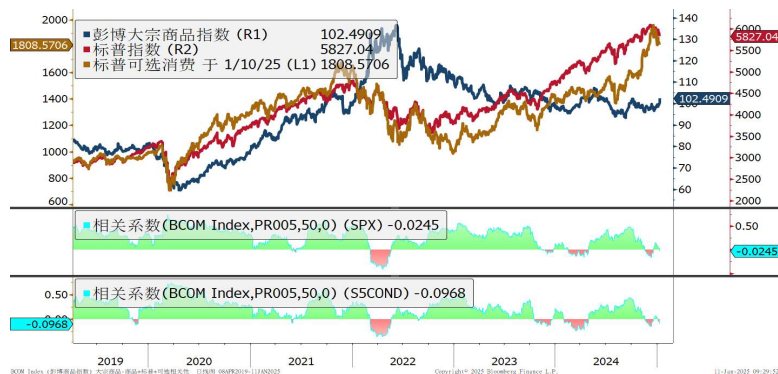
大宗商品与全球权益和国债指数相对强弱



彭博大宗商品指数与10年期Breakeven、1年期通胀swap走势



上游彭博大宗商品和下游权益周期消费板块滚动相关性



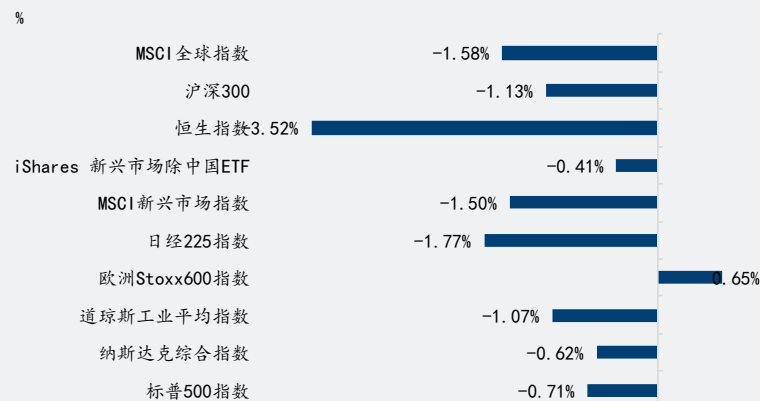
主要大宗商品与其对应权益板块指数走势对比



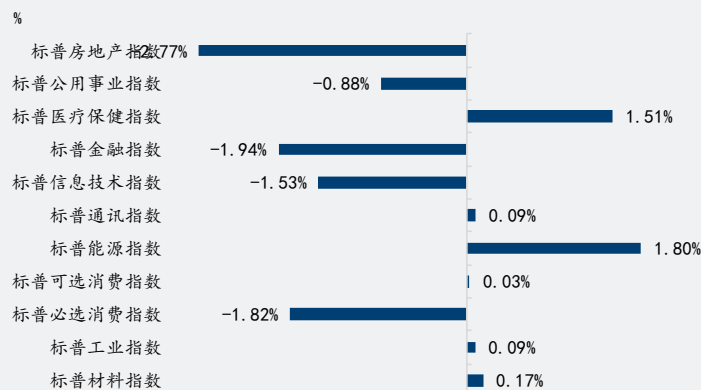
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

海外权益 - 全球主要指数及美股行业周度表现一览

全球主要指数周度表现



标普指数分行业周度表现



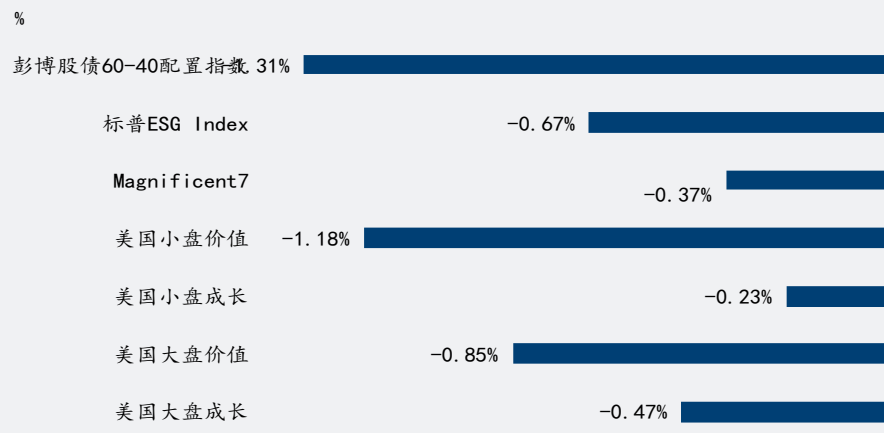
主要指数	2025/1/10	周度变化
标普500指数	5827.04	-0.71%
纳斯达克综合指数	19161.63	-0.62%
道琼斯工业平均指数	41938.45	-1.07%
欧洲Stoxx600指数	511.50	0.65%
日经225指数	39190.40	-1.77%
MSCI新兴市场指数	1057.10	-1.50%
iShares 新兴市场除中国ETF	55.35	-0.41%
恒生指数	19064.29	-3.52%
沪深300	3732.48	-1.13%
MSCI全球指数	833.86	-1.58%

行业	2025/1/10	周度变化
标普材料指数	524.63	0.17%
标普工业指数	1112.52	0.09%
标普必选消费指数	834.54	-1.82%
标普可选消费指数	1808.5705	0.03%
标普能源指数	673.6	1.80%
标普通讯指数	344.17	0.09%
标普信息技术指数	4529.8	-1.53%
标普金融指数	787.16	-1.94%
标普医疗保健指数	1629.21	1.51%
标普公用事业指数	384.36	-0.88%
标普房地产指数	244.75	-2.77%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

海外权益 - 周度美股风格表现、估值及盈利追踪

美股风格板块周度表现



风格	2025/1/10	周度变化
美国大盘成长	27.71	-0.47%
美国大盘价值	25.77	-0.85%
美国小盘成长	279.94	-0.23%
美国小盘价值	195.21	-1.18%
Magnificent7	168.22	-0.37%
标普ESG Index	511.4	-0.67%
彭博股债60-40配置指数	1840.122	-1.31%

全球主要指数估值及历史均值

估值 (PE Ratio)	2025/1/10	五年平均	10年平均
标普500指数	24.66	21.78	19.92
纳斯达克综合指数	36.19	34.01	28.89
道琼斯工业平均指数	22.54	20.17	18.79
欧洲Stoxx600指数	14.39	15.73	15.67
日经225指数	19.10	22.45	20.51
MSCI新兴市场指数	12.97	13.85	13.21
恒生指数	9.16	10.87	11.29
沪深300	13.98	13.92	13.81
MSCI全球指数	20.28	18.76	17.56

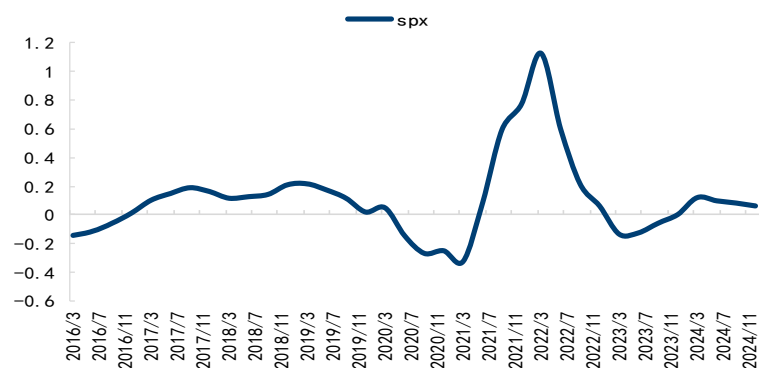
全球主要指数预测EPS及实际EPS同比

盈利 (EPS) 同比	Best EPS	EPS 同比
标普500指数	236.28	6.3%
纳斯达克综合指数	529.49	20.2%
道琼斯工业平均指数	1,860.26	11.4%
欧洲Stoxx600指数	35.55	-12.6%
日经225指数	2,051.83	48.4%
MSCI新兴市场指数	82.20	7.6%
恒生指数	2,080.37	2.9%
沪深300	266.93	-6.8%
MSCI全球指数	41.70	4.6%

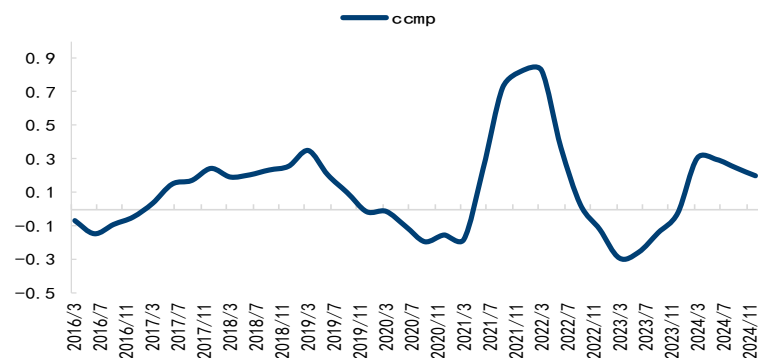
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

海外权益 - 盈利周期定位 - 主要指数 EPS 季度同比趋势

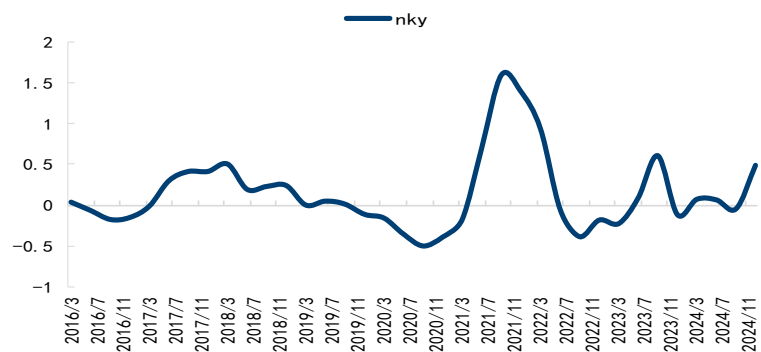
标普指数 EPS 同比趋势



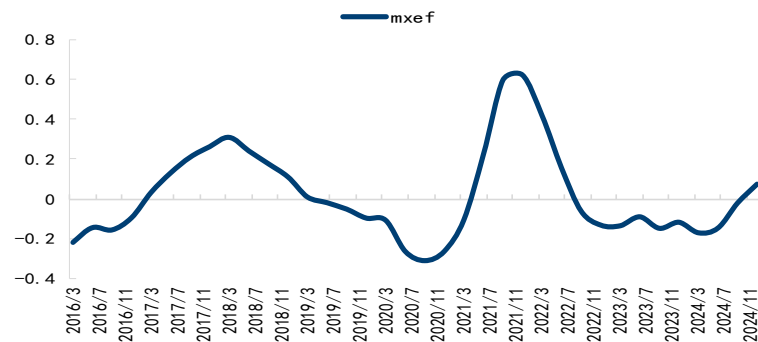
纳斯达克 EPS 同比趋势



日经指数 EPS 同比趋势

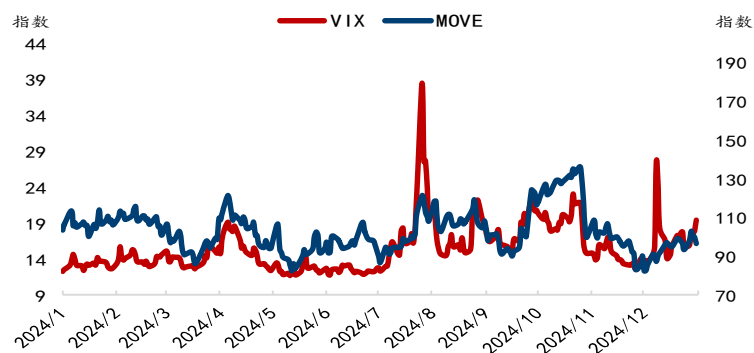


MSCI 新兴市场指数 EPS 同比趋势

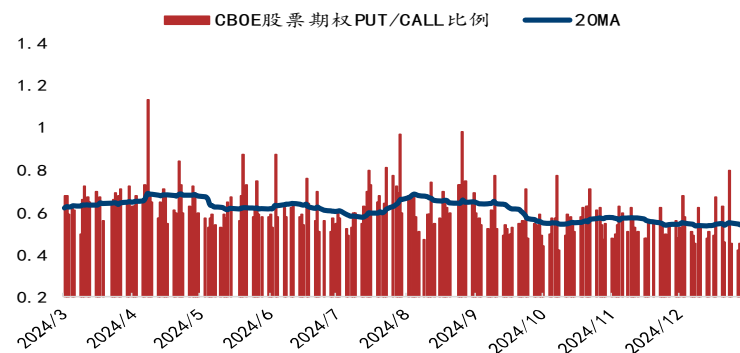


海外权益 - 波动率与风险情绪指标

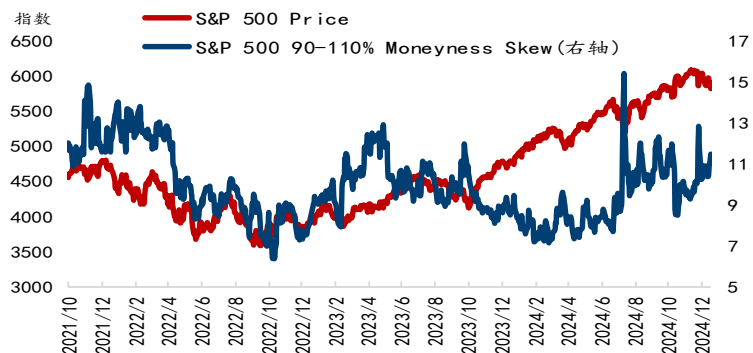
芝加哥标普波动率 VIX 指数与ICE 债券波动率 MOVE 指数



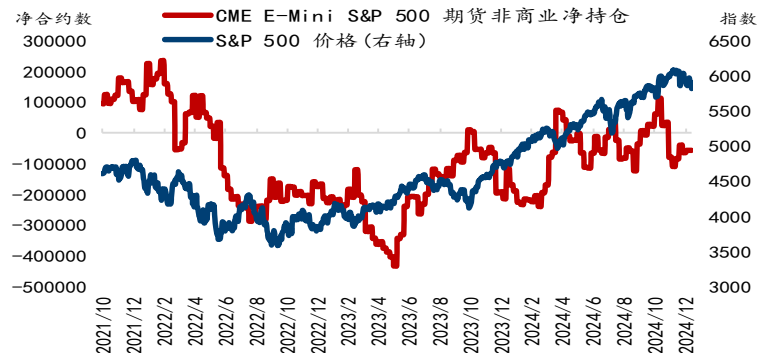
CBOE期权PUT/CALL比例



S&P 500 90-110%偏度



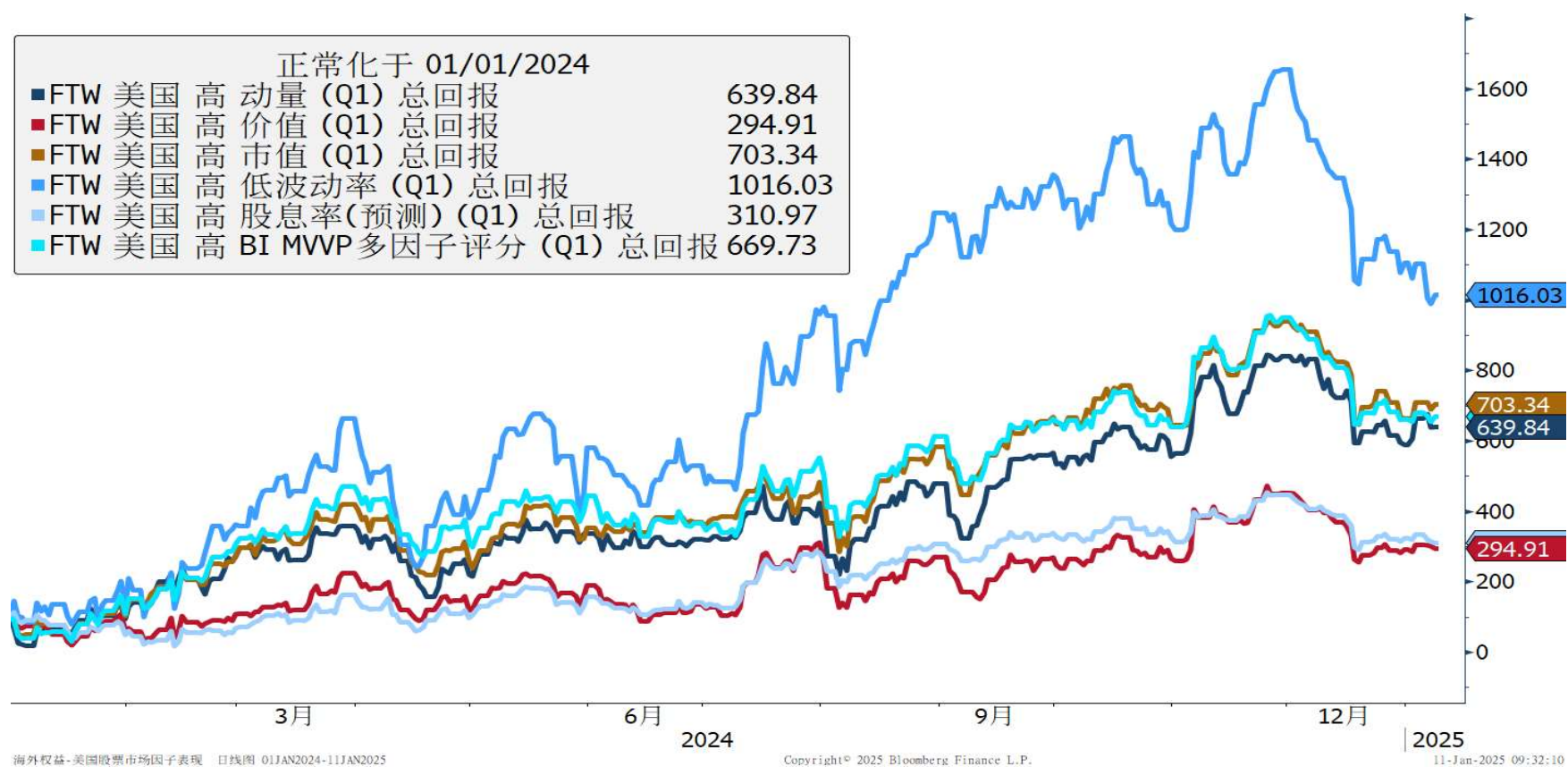
CME E-Mini S&P 500期货非商业净持仓



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

海外权益 – Tracking Factors

美国股票市场量化因子YTW总回报表现追踪



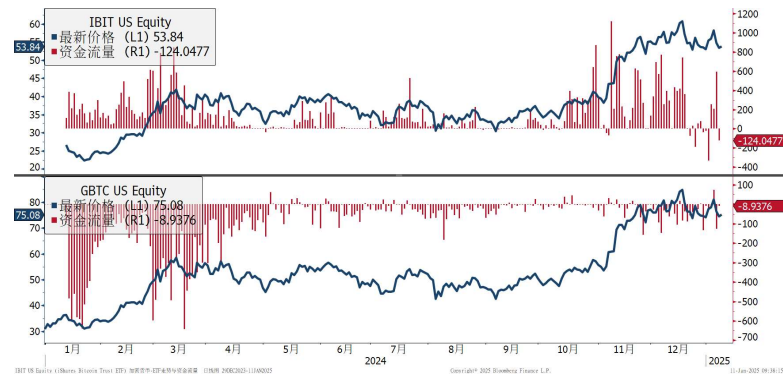
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

加密货币 - BTC、ETH及相关衍生资产

比特币、以太坊、黄金与美元



主要比特币ETF与其资金流量追踪



比特币期货主力合约与非商业净持仓



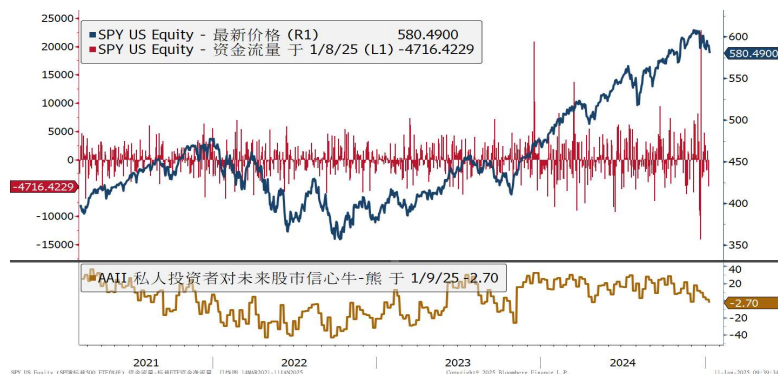
比特币相关股票表现



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

资金流量 - 主要大类资产ETF资金流量追踪

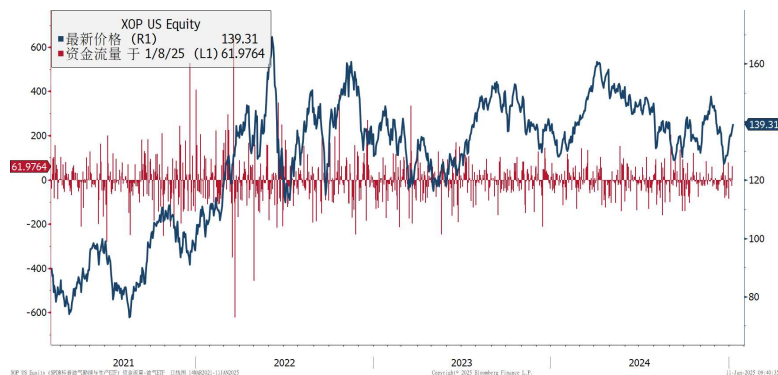
标普500ETF资金流量追踪



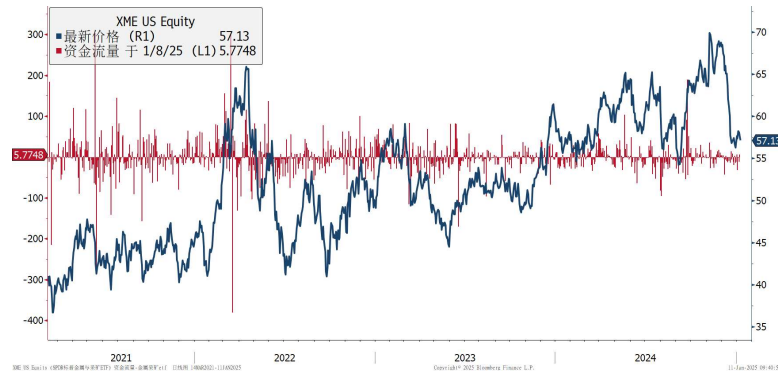
美长债ETF资金流量追踪



油气勘探与生产ETF资金流量追踪



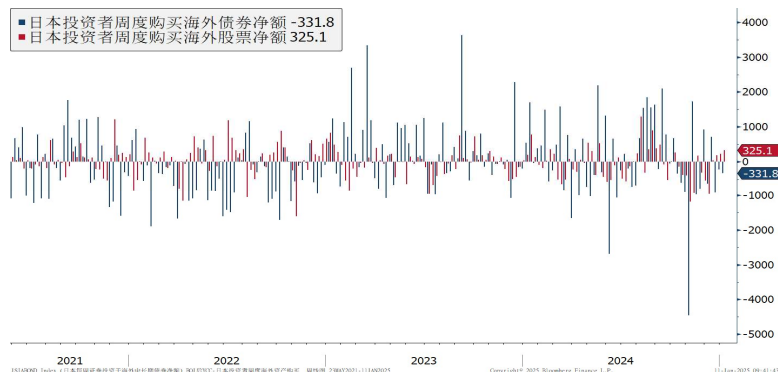
金属与采矿ETF资金流量追踪



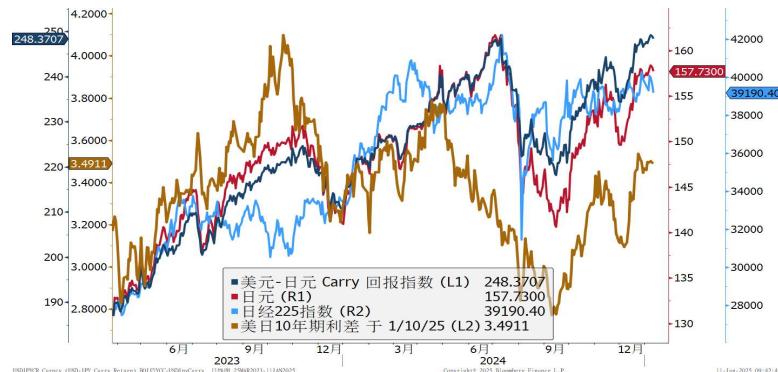
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

BOJ 后 YCC 时代 - 日元 Carry 交易体系市场高频数据追踪

日本投资者购买海外债券&股票净额（周度）



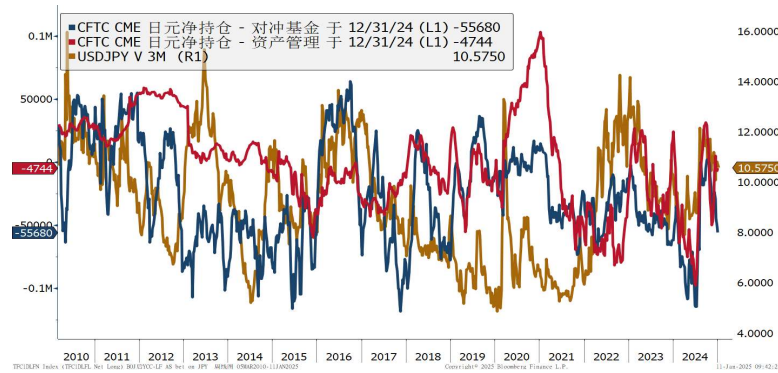
美元-日元 Carry 回报指数、日元和权益市场指数



USDJPY 1年期汇率对冲成本、日元3M波动率和2Y利差



CFTC CME 日元对冲基金和资产管理机构日元净持仓



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

宏观数据全息图 及基本面高频数据

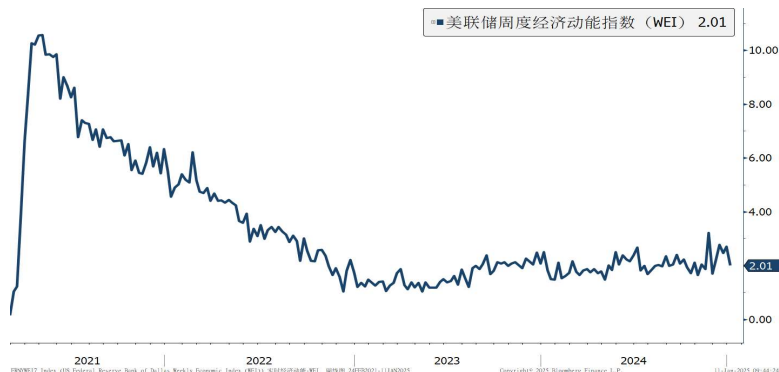
03

实时经济动能 - 实时GDP模型、WEI和板块经济惊喜指数

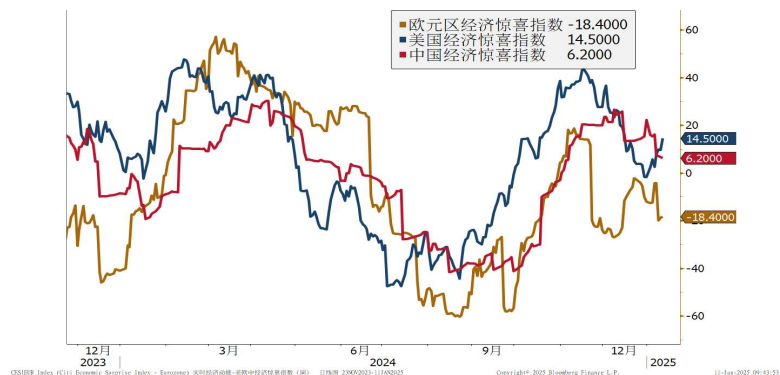
美联储名义及实际实时GDP模型（季环比折年率）



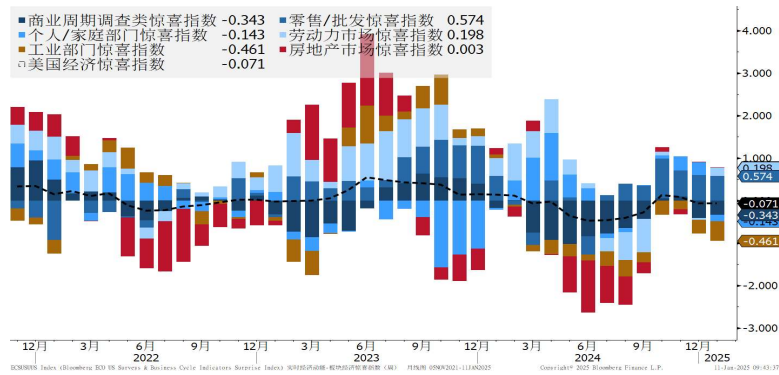
美联储周度经济动能指标（WEI）



美欧中经济体花旗经济惊喜指数



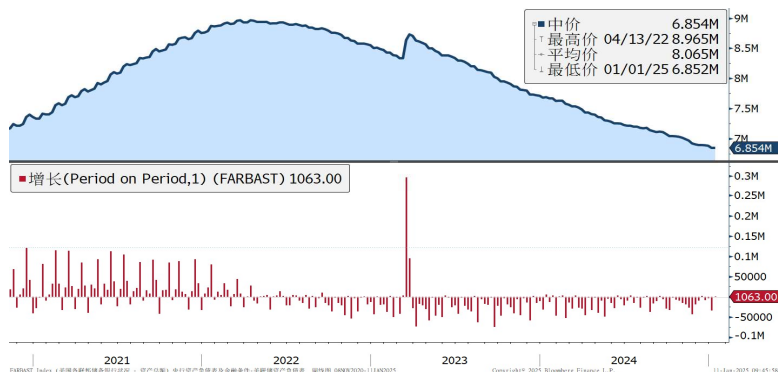
美国经济各板块经济惊喜指数



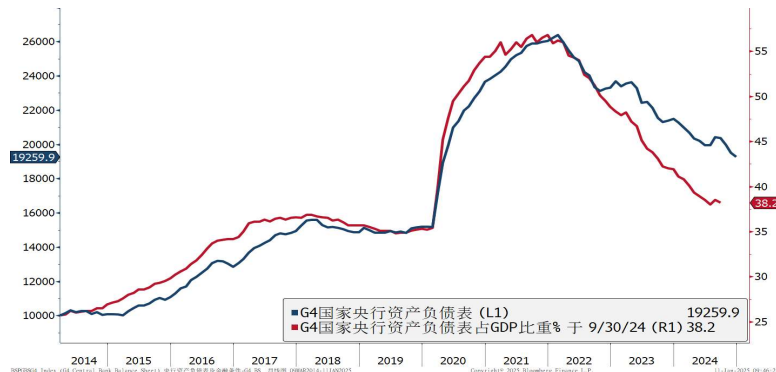
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

金融条件 - 央行资产负债表及金融条件指数

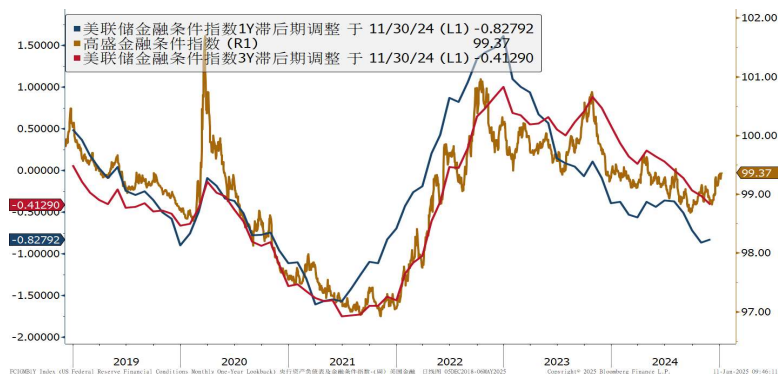
美联储资产负债表及周度环比变化



G4国家央行资产负债表占GDP比重



美国金融条件指数：高盛 & 美联储模型



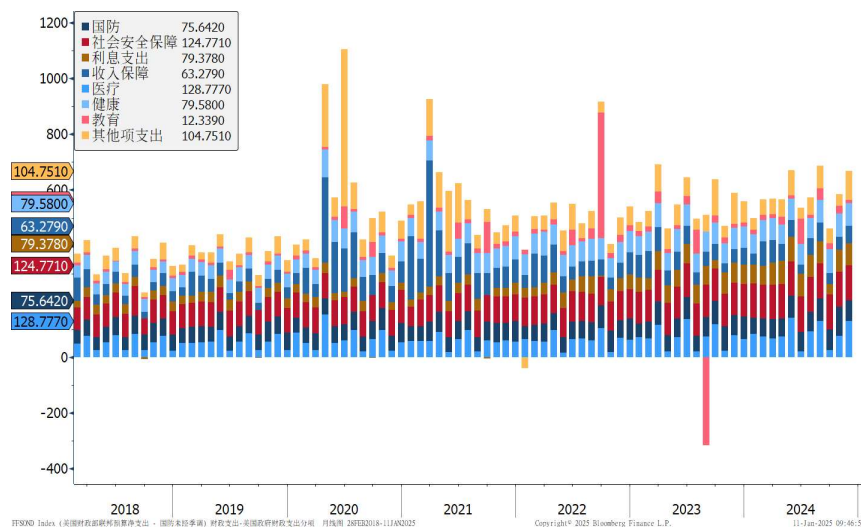
欧元区金融条件指数与美国金融条件指数对比



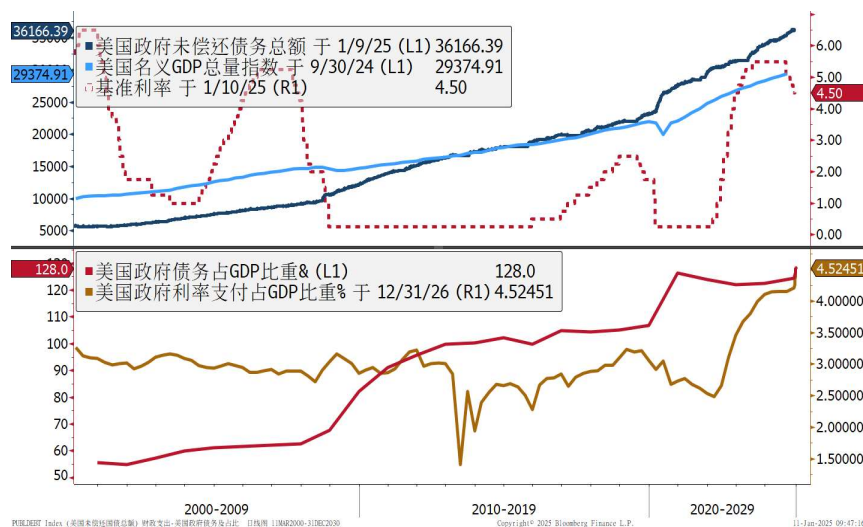
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

财政支出 - 美国联邦政府支出明细及债务占GDP比重

美国联邦政府财政支出分项明细（月度）



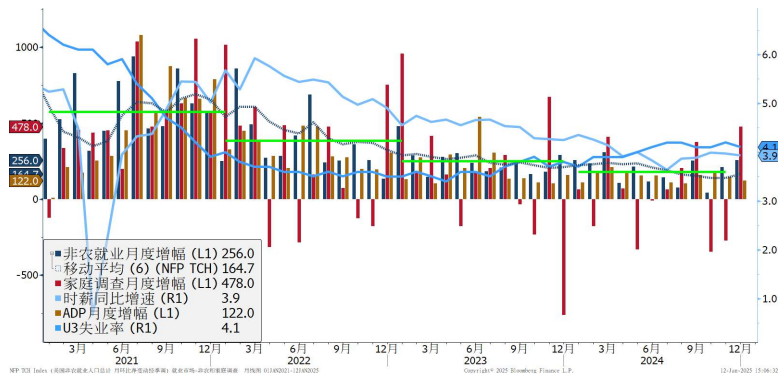
美国政府债务总额、占GDP比重及付息比重



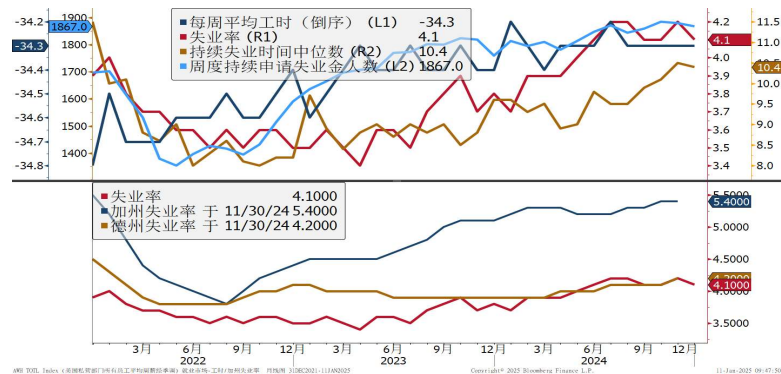
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

就业市场 – 美国就业市场周频、月频追踪

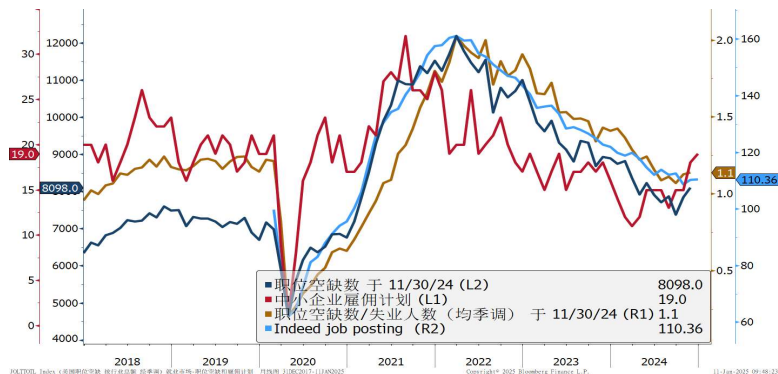
月度增幅和薪资增速：非农、家庭调查、ADP和薪资同比



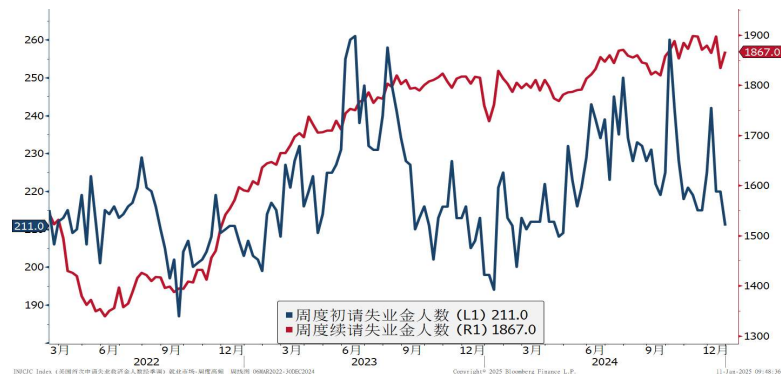
前瞻性指标：工时（倒序）和加州失业率



需求类指标：职位空缺数和中小企业雇佣计划



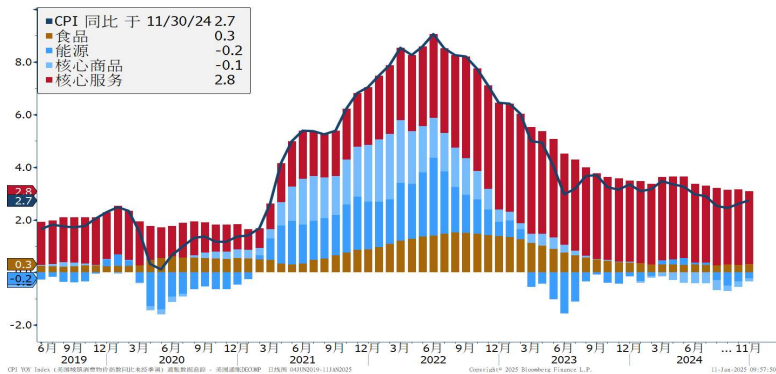
周度高频：初请失业金人数和续请失业金人数



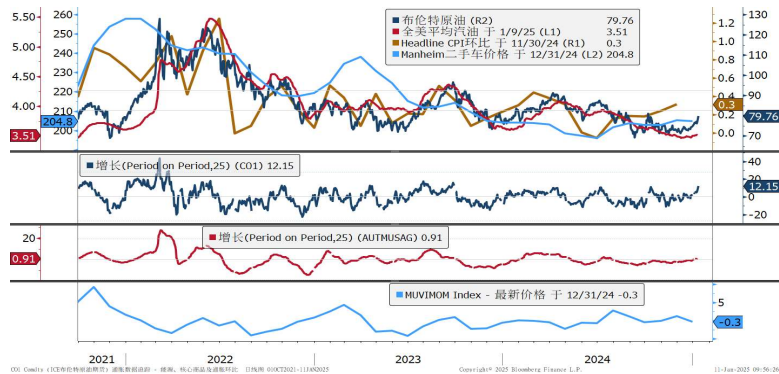
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

通胀 – 通胀拆分、核心驱动及通胀预期

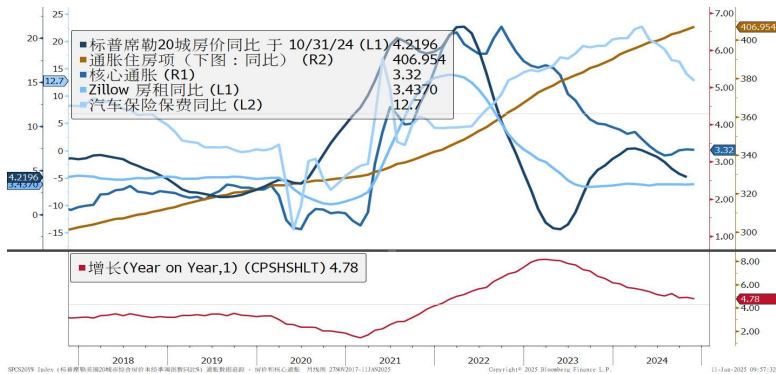
美国通胀同比数据拆分



Headline通胀同比趋势与能源、核心商品



核心通胀同比趋势与房价、房租、保费



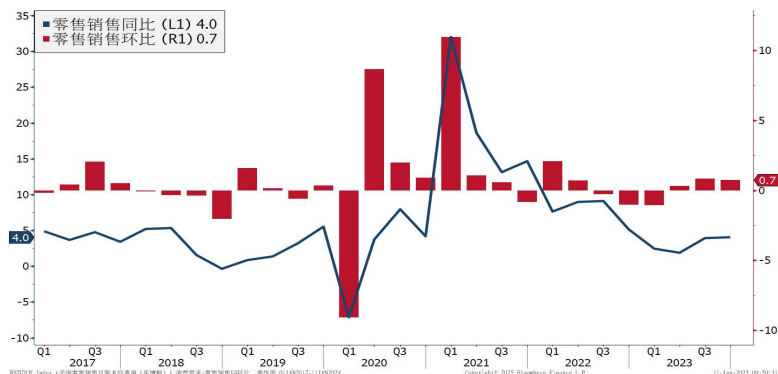
Breakeven通胀预期和消费者调查通胀预期



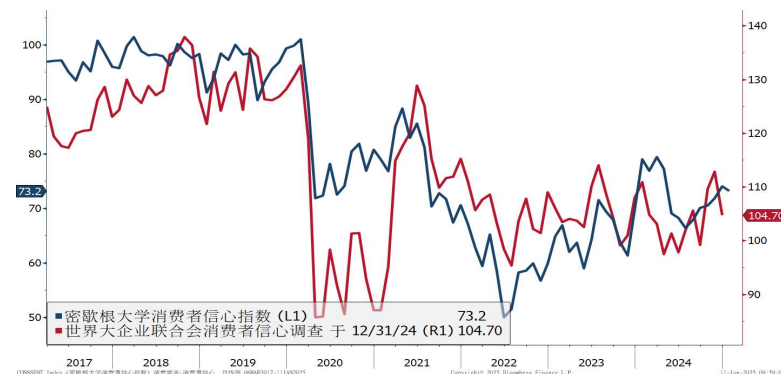
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

消费需求 – 美国消费数据周频、月频追踪

零售销售同比及环比



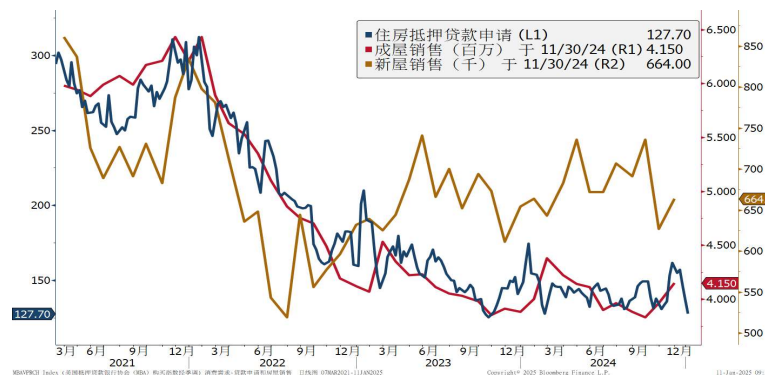
消费者信心调查指数



红皮书商业零售销售同比（周度）和零售销售同比



住房抵押贷款申请（周度）、成屋销售和新建房屋销售



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

消费需求 - 收入端 - 个人收入、工资收入、储蓄和其他收入

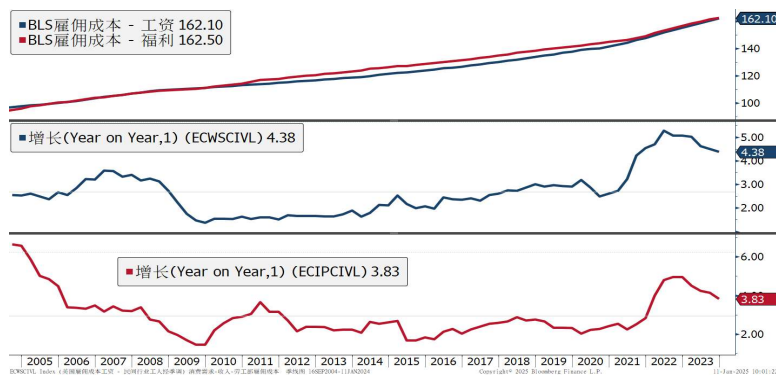
个人收入、可支配收入和时薪同比增速



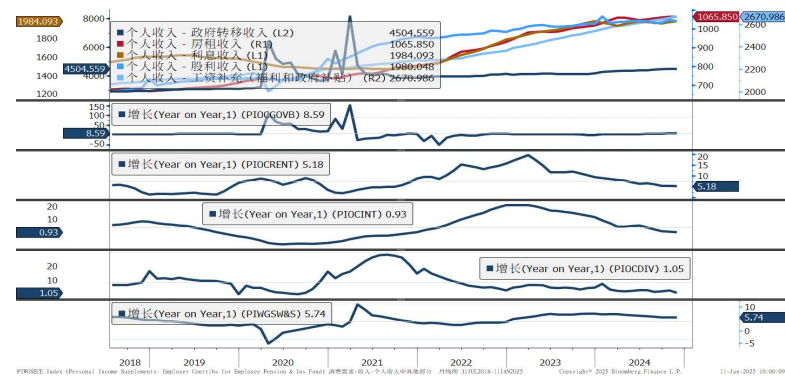
个人储蓄和储蓄占可支配收入比例



美国劳动力雇佣成本（季度）



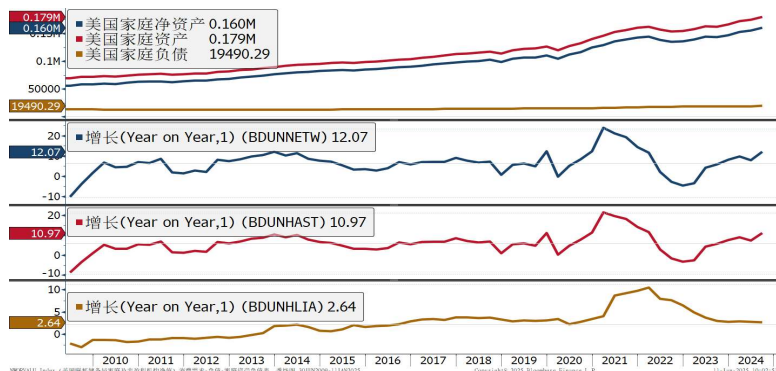
个人收入中除工资收入的其他项



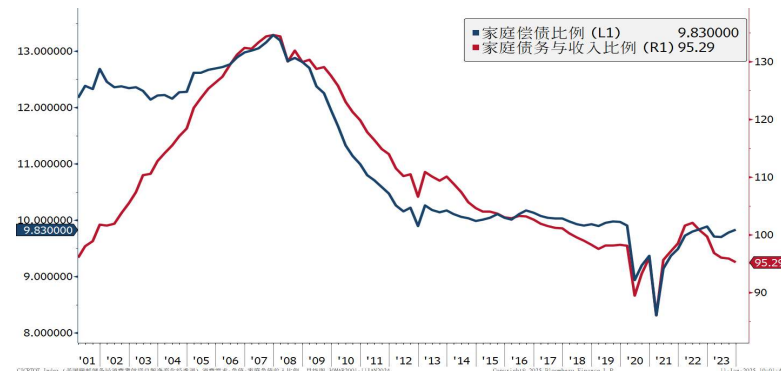
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

消费需求 - 负债端 - 家庭资产负债表、负债率、逾期率

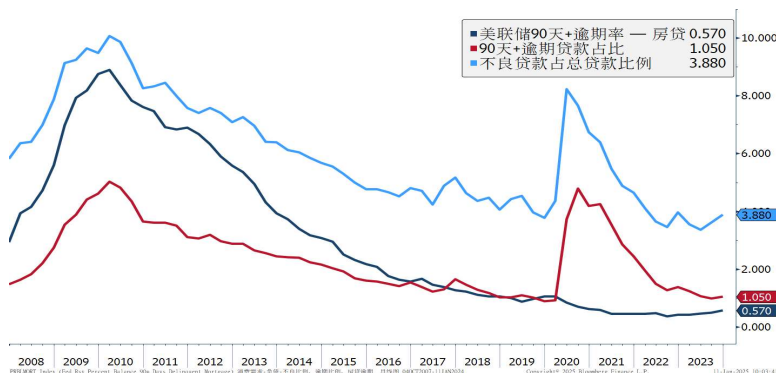
美联储美国家庭净资产、资产和负债总量和同比趋势（季度）



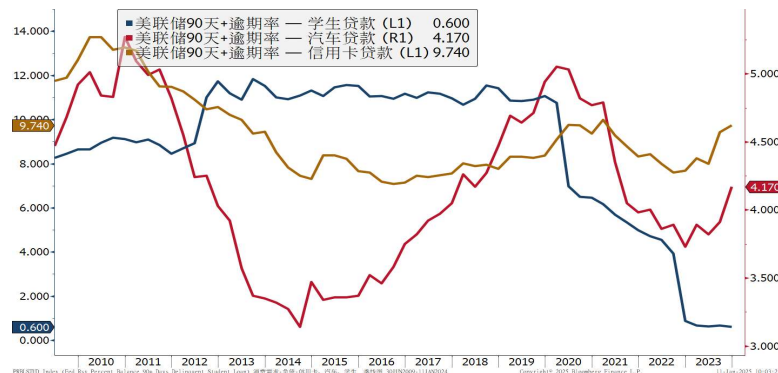
家庭负债比例及负债与收入比例（季度）



美国不良贷款占比、信贷整体逾期率占比和房贷逾期率



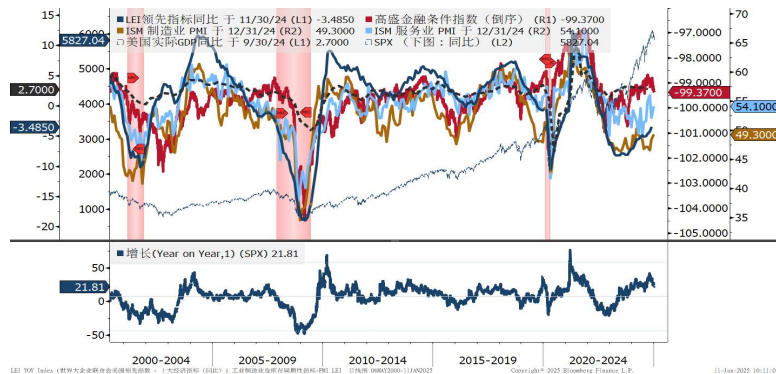
信用卡贷款、汽车贷款和学生贷款90天+逾期率



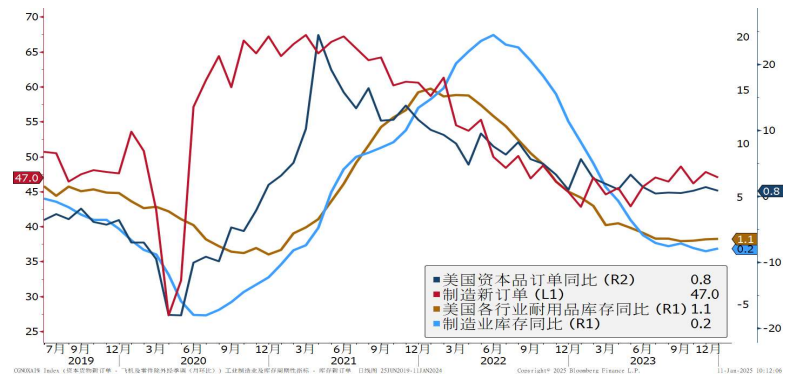
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

周期定位 - 工业、制造业及库存等周期性指标追踪

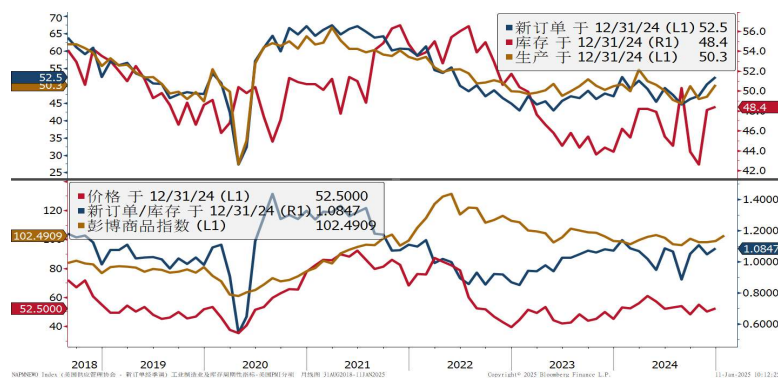
LEI 领先指标同比、ISM PMI 和美国金融条件指标



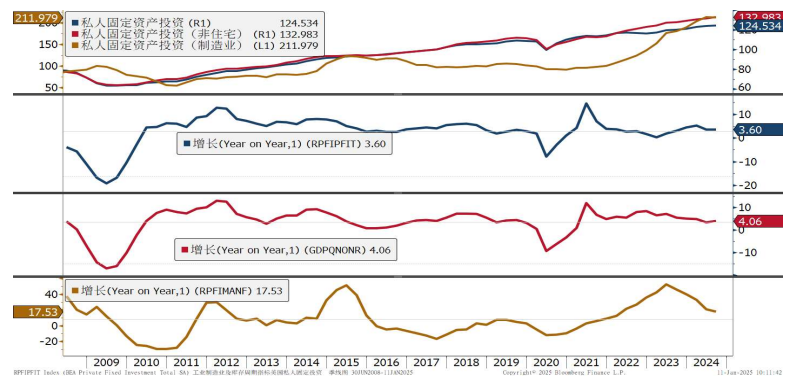
资本品、制造业新订单及库存同比



美国 ISM 制造业 PMI 及分项



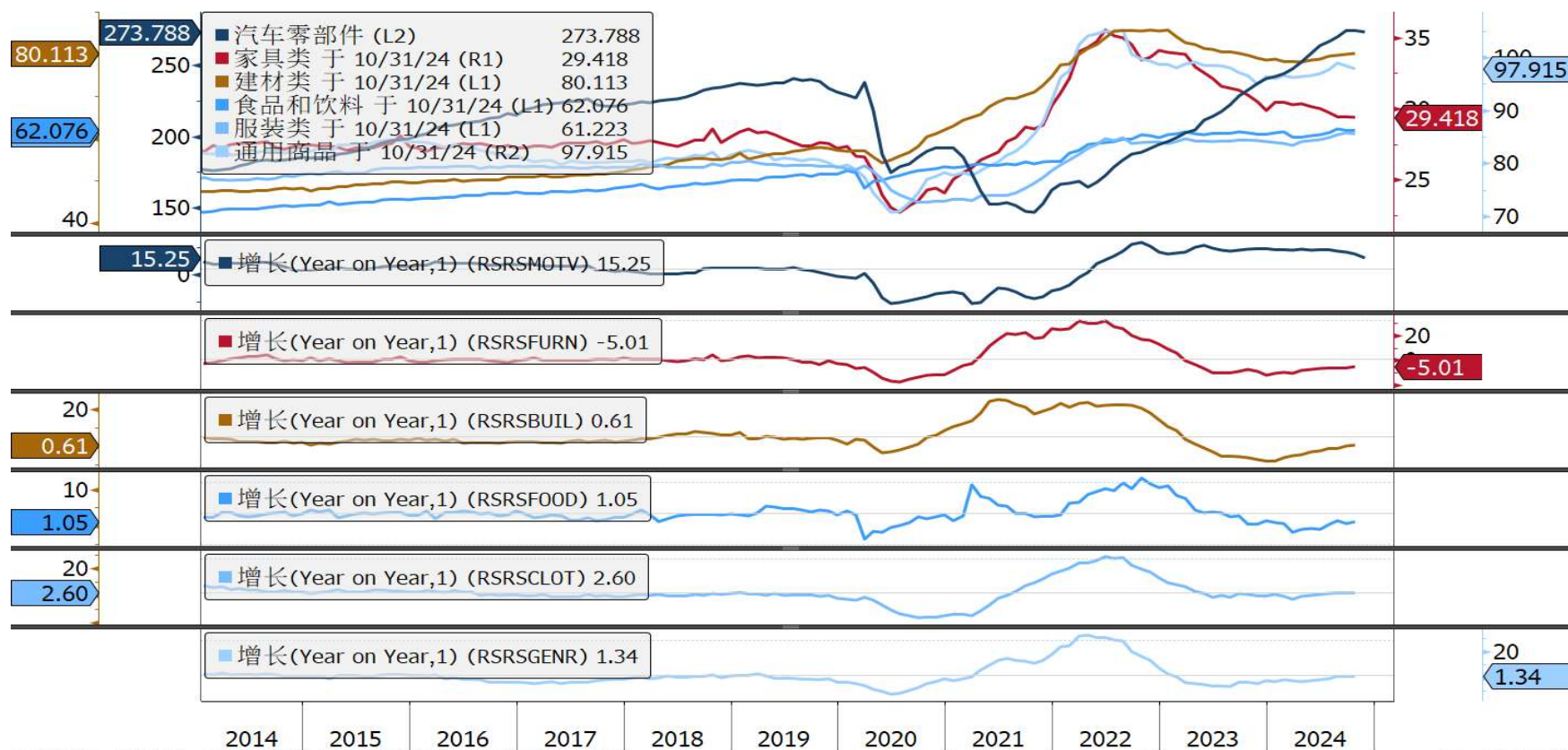
美国固定私人投资同比增速



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

周期定位 - 美国零售商分品种库存跟踪

美国零售商分产品库存数量及同比增速



RSRSMOTV Index (零售商库存 - 车辆及零件经季调) 周期定位-零售商库存 月线图 31JAN2014-11JAN2025

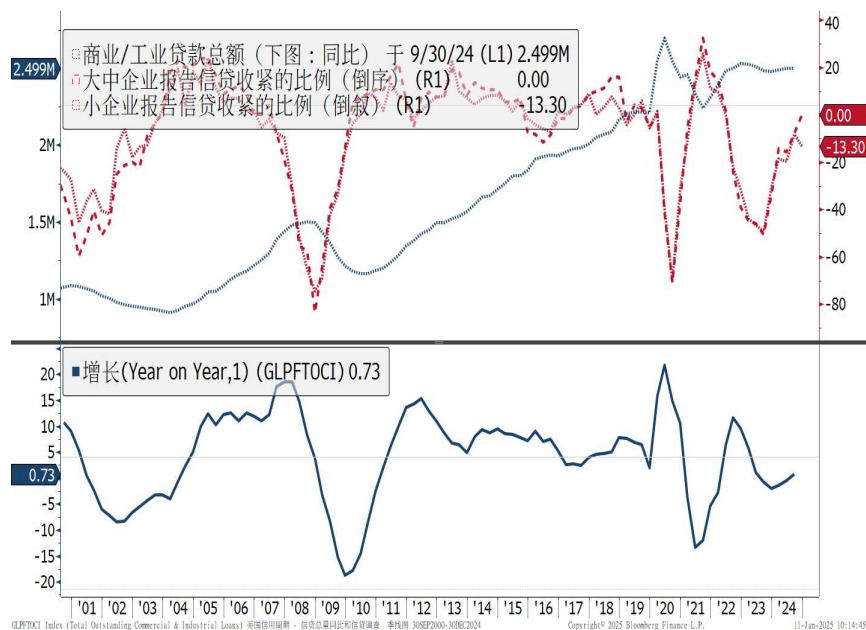
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

11-Jan-2025 10:13:26

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

信贷周期 - 美国信贷总量同比、估值和信用市场高频追踪

美国信贷总量同比和企业信贷调查



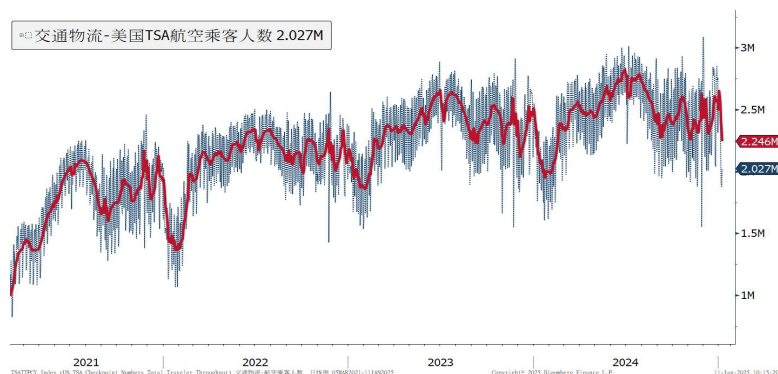
标普指数估值和高收益企业信用利差



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

交通物流 - 航空、供应链指数、卡车和航运

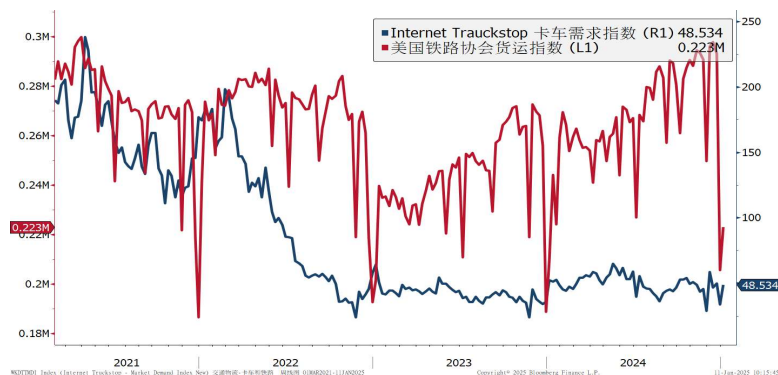
美国TSA航空乘客人数（7日平均）



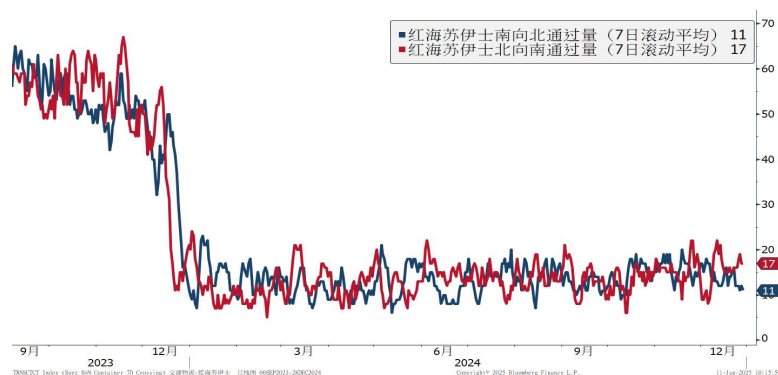
美联储供应链指标和波罗的海干散货指数



卡车指数需求指数和铁路协会货运指数



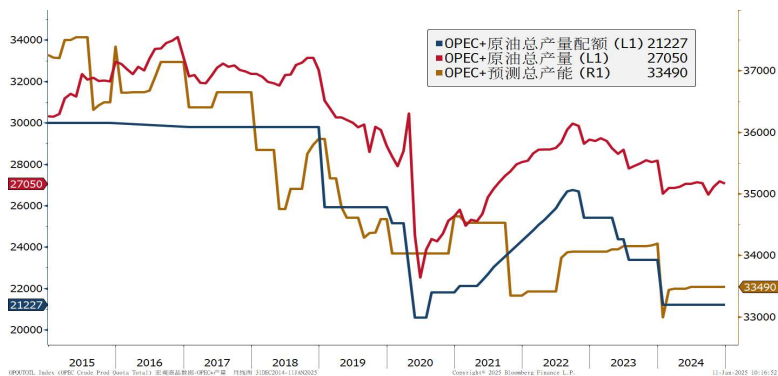
红海-苏伊士运河通过量



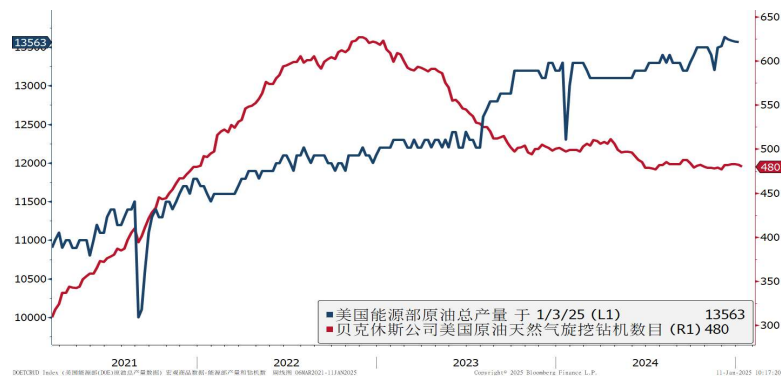
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

大宗商品 - 宏观商品高频数据

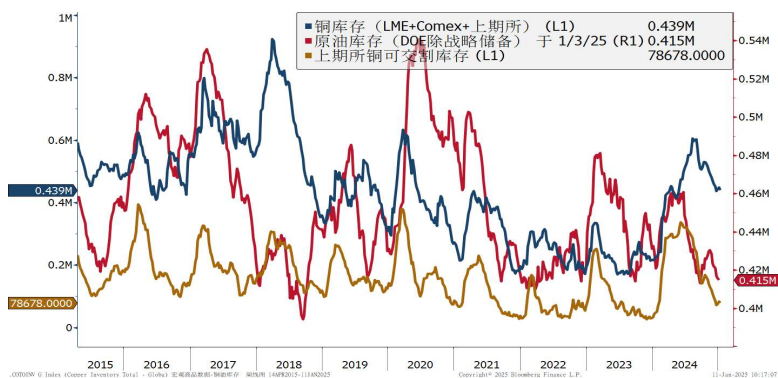
OPEC+ 原油产量配额、总产量及预测产量



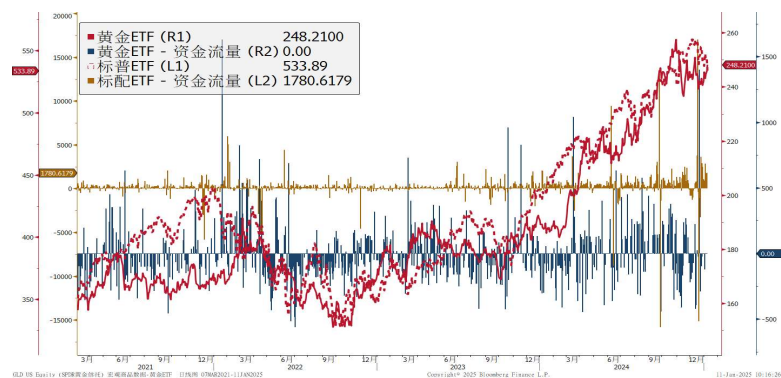
美国能源部原油总产量及原油天然气钻井数



全球原油和铜库存变化



黄金ETF和标普ETF资金流量高频数据



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

房地产市场 - 美国房地产权益市场和信用利差

美国房地产指数、房贷利率及信贷、销售数据



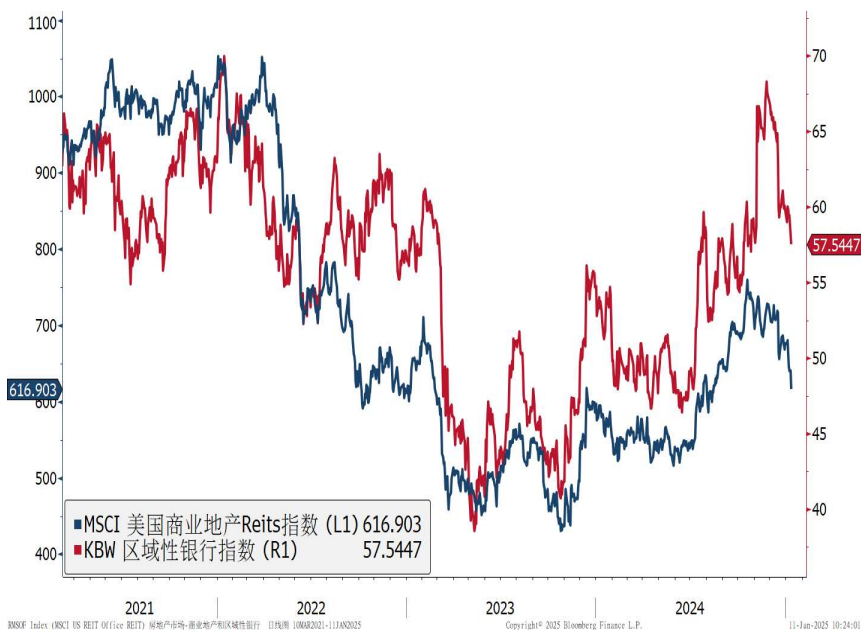
美国MBS信用利差和长期利率水平



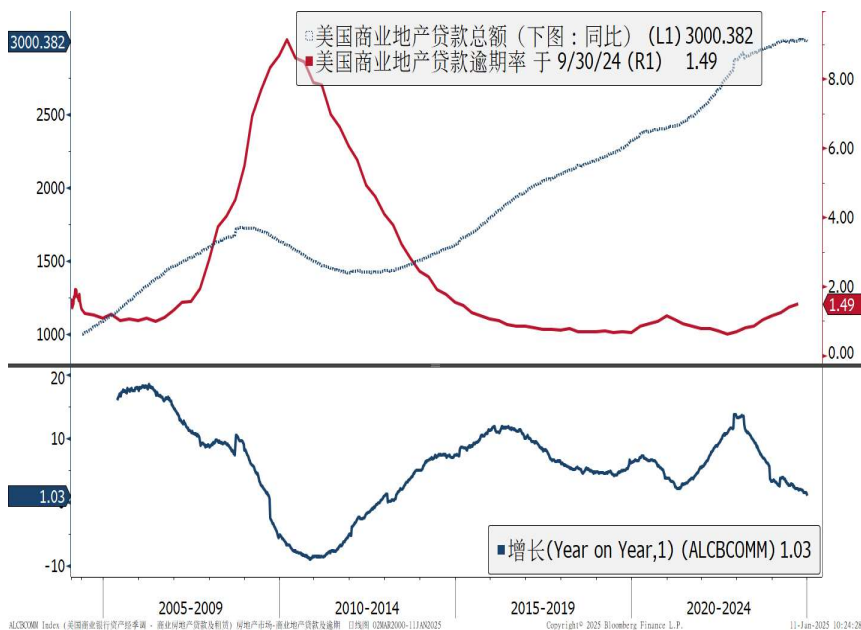
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

房地产市场 - 美国商业地产

美国商业地产指数和区域性银行指数



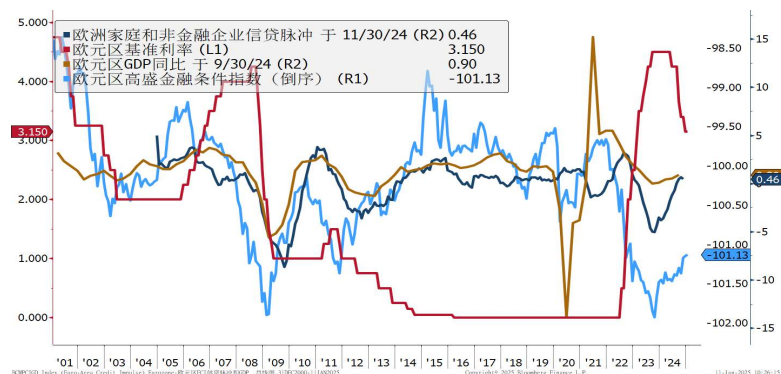
商业地产贷款总额同比及商业地产逾期率



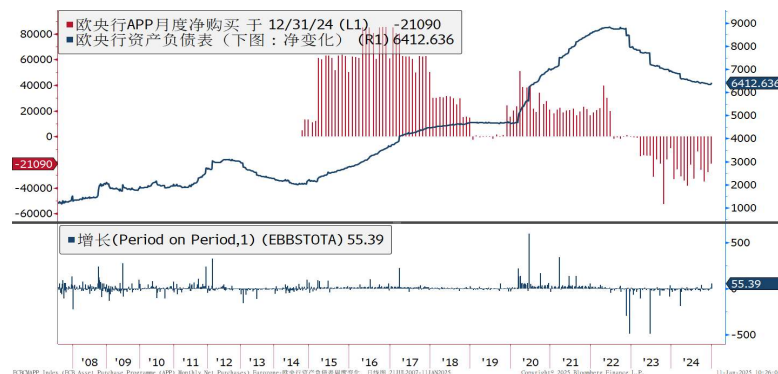
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

Eurozone – 宏观概览

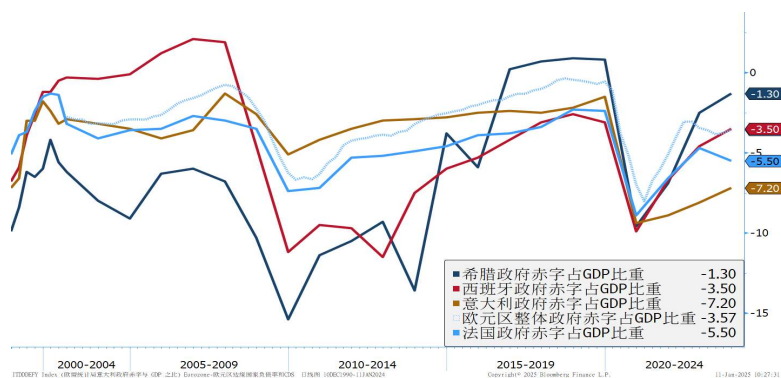
欧元区金融条件指数、信贷脉冲和GDP同比趋势



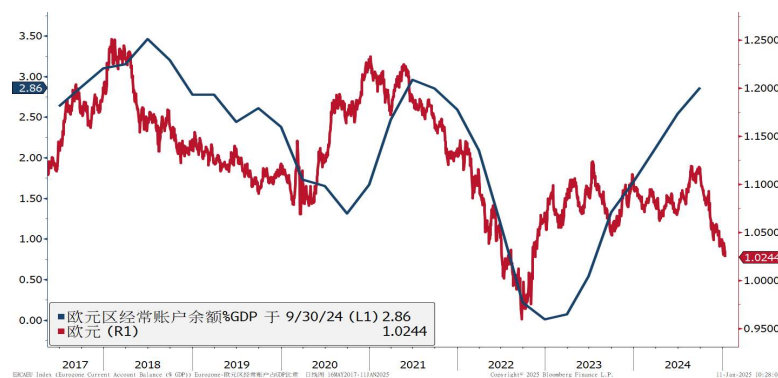
欧央行资产负债表及周度净变化



欧元区边缘国家赤字率和主权债务风险追踪



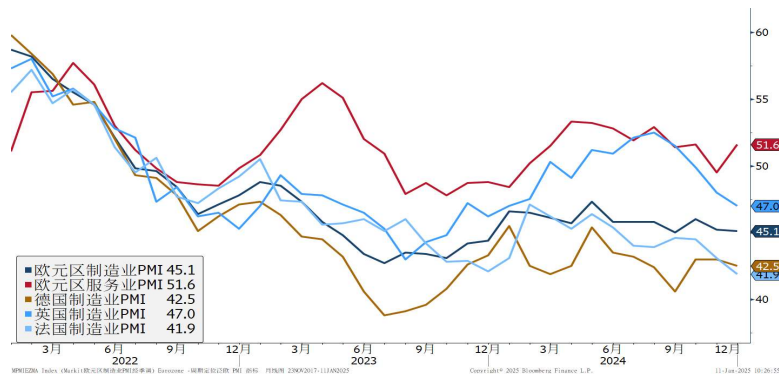
欧元区经常账户占GDP比重及欧元



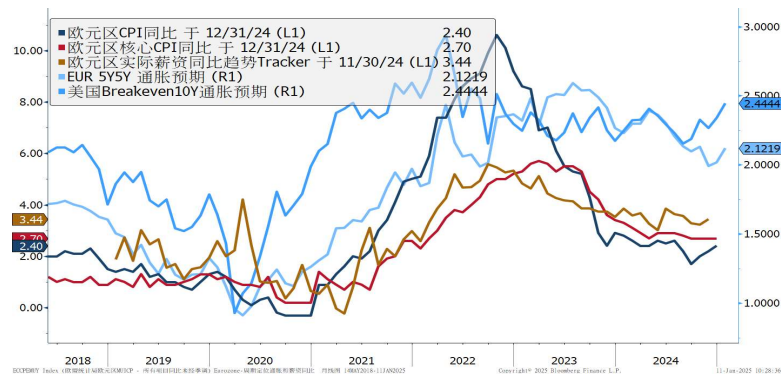
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 周期定位

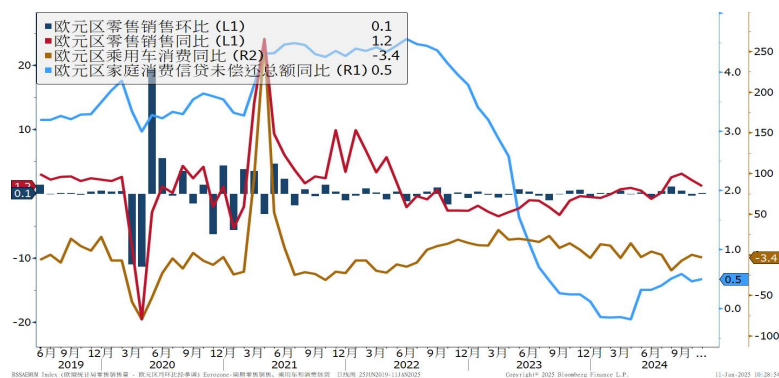
泛欧地区制造业及非制造业 PMI 指标



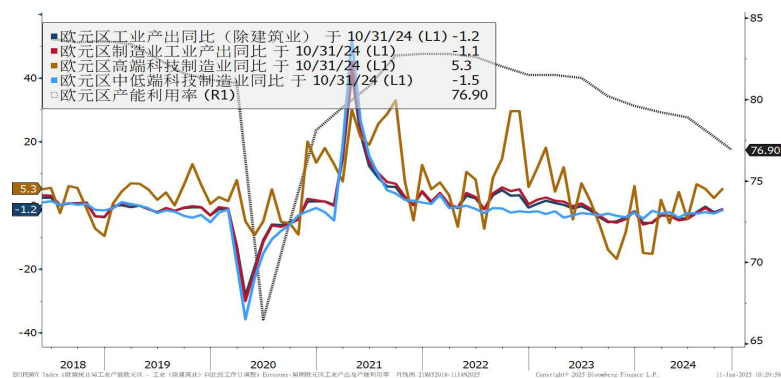
欧元区Headline通胀、核心通胀和薪资增速同比趋势



欧元区零售销售同环比、乘用车消费同比及未偿还消费信贷



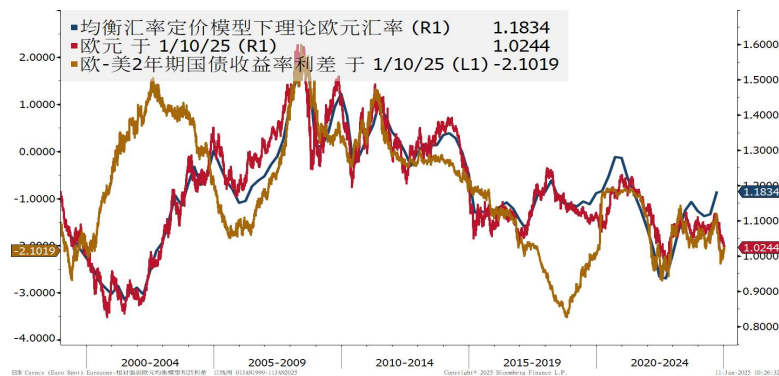
欧元区工业产出、制造业产出同比及产能利用率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Eurozone – 相对强弱

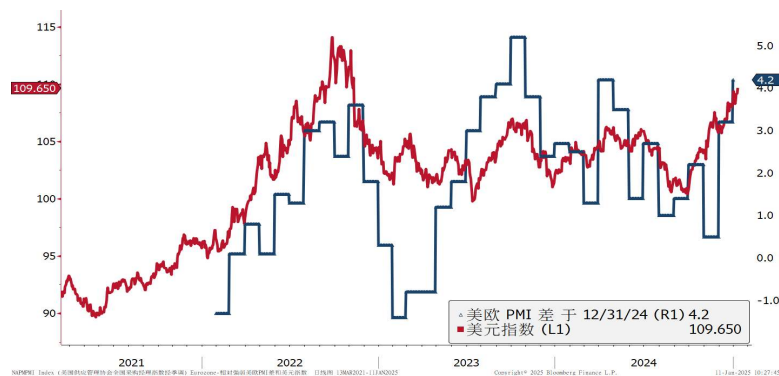
欧元、欧元均衡模型理论汇率和欧-美2年期利差



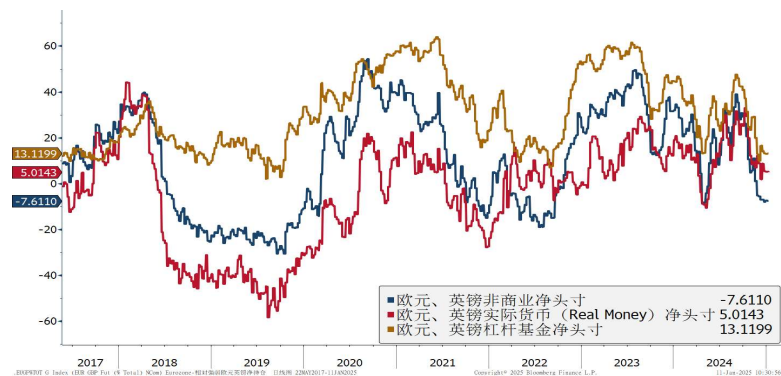
美欧经济惊喜指数对比和欧元区消费者信心



美欧 PMI 差和美元指数



欧元和英镑非商业、实际货币和杠杆基金净头寸



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

Beige Book Takeaways

美联储褐皮书（12/4 公布）中联储12个辖区经济动能描述可视化

- ◆ 继上一次释放了较强“鸽派”信号的美联储褐皮书之后，本期褐皮书体现出美国各地区经济活动略有反弹、劳动力市场基本持平、通胀小幅上行。
- ◆ 经济活动方面，多数地区对未来几个月的需求总体表示乐观；目前美国经济在消费支出的支撑下依旧有韧性，消费者支出较2个月前出现反弹态势；制造业相较2个月前的疲弱景象总体有所回暖；然而，多数地区对于房产抵押贷款需求以及商业地产贷款相对低迷
- ◆ 就业市场方面，基本维持上一期所体现出的韧性，6个地区体现小幅上行，其余6各州持稳。当前各区失业率则总体维持低位。然而，招聘活动依旧未较2个月前出现反弹，员工流动率依旧较低，很少有公司报告增加员工人数。裁员依旧在较低水平。目前大多数地区的薪资增长放缓至适度步伐，未来几个月的薪资增长预期亦是如此。多数地区总体预计未来一年就业将保持稳定或略有上升，但对招聘活动回升持谨慎乐观态度 通胀方面，物价以适度的步伐上涨，普遍较为温和。很多企业认为将成本转嫁给消费者变得较为困难，成本价格的上涨速度比销售价格更快，导致利润率下降。此外，保险价格上涨使得许多企业面临更大成本压力。企业总体预计，未来物价增速有望保持在目前水平。几个地区的企业也表示，预计关税将会对通货膨胀构成了重大的上行风险。

2024年11月美联储褐皮书各区当前经济表现总结						
	芝加哥	圣路易斯	明尼亚波利斯	堪萨斯	达拉斯	旧金山
经济活动	小幅上行	小幅上行	小幅上行	温和上行	温和上行	持稳
就业市场	小幅上行	持平	小幅上行	持稳	小幅上行	持平
价格	小幅上行	温和上行	小幅上行	小幅上行	温和上行	小幅上行
制造业	小幅走弱	小幅上行	温和走弱	小幅走弱	小幅上行	小幅上行
农业和自然资源	持平，但低于去年同期水平	略有下降	疲软	小幅上行	小幅走弱	小幅走弱
能源	-	-	小幅上行	温和上行	持平	-
消费支出	温和上行	略有下降	持平	温和上行	-	-
商业支出	小幅上行	-	-	-	-	-
建与住宅	持平	持稳	小幅上行	-	持平	-
商业地产	持平	小幅走弱	持平	小幅上行	持平	持稳
住宅房地产	小幅走弱	持续走弱，但略高于去年同期	小幅上行	-	-	小幅上行，但整体仍疲软
银行和金融市场	略有收紧	小幅上行	-	持平	持续走弱	小幅上行
零售和旅游	-	-	小幅上行	-	小幅上行	持稳
服务	-	持平	-	-	温和上行	持平
	波士顿	纽约	费城	克利夫兰	里士满	亚特兰大
经济活动	小幅走弱	小幅上行	小幅上行	小幅上行	小幅上行	小幅上行
就业市场	持平	小幅上行	小幅上行	小幅上行	持平	持稳
价格	小幅上行	持续上行	持续上行	小幅上行	持平，但较去年同期小幅上	持平
制造业	小幅上行	保持强势	小幅上行	小幅走弱	小幅走弱	小幅走弱
农业和自然资源	-	-	-	-	-	-
能源	-	-	-	-	-	温和上行
消费支出	-	小幅上行	持平	持平，预计未来将温和成长	小幅上行	小幅上行
建与住宅	-	持稳	持稳	小幅上行	-	-
商业地产	持平	小幅上行	小幅走弱	小幅上行	持稳	小幅上行
住宅房地产	小幅上行	小幅上行	持平，预计未来将温和成长	持平，预计未来将温和成长	小幅走弱	小幅走弱
银行和金融市场	-	持平	持稳，但低于去年同期	持稳	持续上行	温和上行
零售和旅游	小幅走弱	-	持稳	-	持平	零售小幅上行，旅游小幅下滑
服务	-	持稳	持平	强劲成长	持稳	-
交通	-	-	-	-	小幅走弱	小幅上行
人力资源服务	小幅走弱	-	-	-	-	-

注：美联储褐皮书中各区描述各板块趋势时用词略有差别，modestly译为“温和”；generally / largely flat, stable均译为“持平”；slightly译为“小幅”；improve, increase, strengthen, edge up, upstick, upswing译为“上行”；decline, weaken, loosen译为“走弱”；continue译为“持续”；remain译为“保持”；strong译为“强势”。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

THANK YOU

FOR WATCHING